

mar asset  
management

**mar** asset  
management

ZAMP [BKBR] – UPDATE | OUTUBRO 2022

As informações aqui contidas são consideradas confiáveis e foram obtidas em fontes consideradas confiáveis. Entretanto, esclarecemos que nós não fazemos nenhuma declaração ou garantia, expressa ou implícita, com respeito à imparcialidade, consistência, precisão, razoabilidade ou integralidade, das informações ou opiniões aqui reportadas. Além disto, não temos nenhuma obrigação de atualizar, modificar ou aditar esse material e tampouco notificar o leitor sobre quaisquer eventos, assuntos aqui declarados ou qualquer opinião, projeção, previsão ou estimativa aqui contempladas que eventualmente mudarem ou se tornarem imprecisas posteriormente.

# SUMÁRIO

TESE  
VALOR  
APÊNDICE

Abaixo uma revisão dos principais drivers de valor identificados em Jun/2020, na construção inicial de nossa tese de investimento em ZAMP:

- **EXCELENTE HISTÓRICO DE EXECUÇÃO**
  - Construção do terceiro maior player de fast food e o maior operador de restaurantes no Brasil em 9 anos. ✓
- **AVENIDA DE CRESCIMENTO**
  - Mercado Pulverizado e pouco “profissional”. R\$86bi onde apenas 10% das unidades fazem parte de “cadeias”. ✓
  - Espaço para continuar ganhando share via Burger King que tem ao redor de 5% do mercado. Repetir o caminho para a marca Popeye’s. ✓
  - Balanço e *economics* suficientes para financiar significativo crescimento nos próximos anos. ✗
- **BUSINESS DE ESCALA**
  - Unit Economics bastante superior a pequenos e franquias. Por ter grande parte dos custos fixos, é um jogo de venda por loja. ✓
  - Escala te permite investir significativamente mais em marketing e tecnologias que permitam aumento de produtividade. ✓
- **OPCIONALIDADE MAL PRECIFICADA – POPEYES LOUISIANA KITCHEN**
  - Roll-out do playbook bem sucedido de BK, marcas possuem sinergias operacionais. Alto potencial de escalabilidade, com efeito catalisador através da estrutura já constituída do BK. ✓
  - Dinâmica da pandemia abre caminho para aceleração de novas unidades em localizações anteriormente não disponíveis. ✗
  - Mercado atualmente não precifica execução bem sucedida dessa expansão.
- **BEM POSICIONADO PARA ENFRENTAR A CRISE** ✗
  - Segmento de QSR será menos afetado do que o de full service. Velocidade de atendimento e Value proposition. Escala nas negociações.
  - Ao final de 2019, apresentava o melhor balanço entre os maiores players do setor (net cash). Forte marca será relevante para uma maior “confiança” exigida em padrões sanitários com o Covid
- **MARGEM DE SEGURANÇA** ✗
  - Sell off com a crise do Covid, fornece um excelente ponto de entrada. Upside mesmo sem considerar crescimento inorgânico. Desconto significativo ao valuation médio desde o IPO mesmo com “legado” Covid.
- **RISCOS** ✗
  - Impacto estrutural relevante para food Service OOH, especial para os shoppings, com redução do fluxo nas *food courts* mesmo após o Covid.
  - Vendas de delivery não serem incrementais e sim canibalizar as vendas atuais.

Fonte: Mar Asset Management

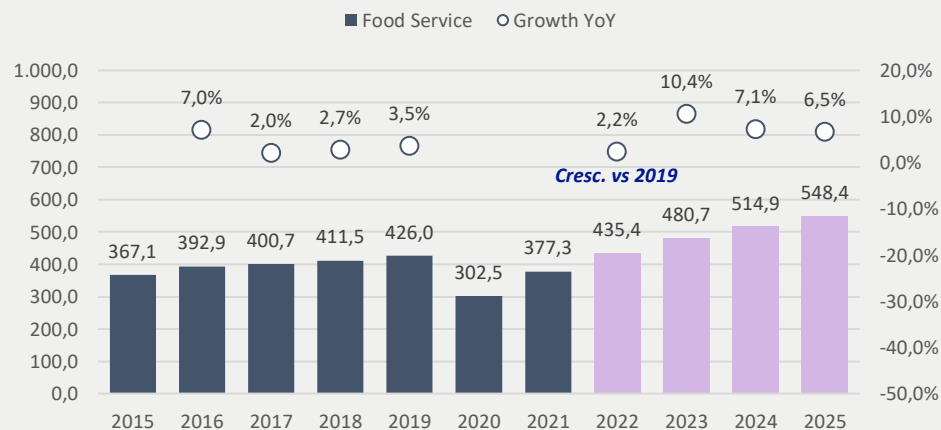
**LEGENDA:** ✓ **PREMISSA SE VERIFICOU CORRETA** ✗ **PREMISSA SE VERIFICOU INCORRETA OU RISCO SE MATERIALIZOU**

- Erro principal: Subestimamos a duração da pandemia e o efeito que teria sobre as lojas de shopping.**
- Apesar da receita e lucro bruto estarem próximos, o custo para contratar esse crescimento foi muito superior às nossas estimativas:
  - Elevado cash burn no biênio 2020/2021 (900mA vs 400mE), demandou inclusive aumento de capital (diluição de 18%);
  - G&A 70% acima de nossas estimativas iniciais;
  - Aluguel por loja 50% acima das estimativas (IGP-M nos shoppings);

	PRÉ PAND.	PROJEÇÕES MAR   @2Q20			REALIZADO				PRÉ PAND.	PROJEÇÕES MAR   @2Q20			REALIZADO		
	2019A	2020E	2021E	2022E	2020A	2021A	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E	2020A	2021A	2022E
# Restaurantes	882	907	981	1.089	905	945	1.012	EBITDA	307,9	36,1	322,7	391,9	-144,3	39,6	300,1
BK	871	860	914	990	861	893	940	Δ WC		-89,4	-28,3	-34,1	-160,2	-64,8	-68,1
PLK	11	47	67	99	44	52	72	FCO		-53,2	294,4	357,9	-304,5	-25,2	231,9
Receita Operacional Líquida	2.868,0	2.325,6	3.197,4	3.661,1	2.238,0	2.753,2	3.598,5	CAPEX		-233,7	-395,9	-500,9	-279,8	-270,5	-356,6
Lucro Bruto	1.785,1	1.402,2	1.982,2	2.269,6	1.324,0	1.718,6	2.286,4	FCO (-) FCI		-286,9	-101,5	-143,1	-584,3	-295,7	-124,7
Margem Bruta	62,2%	60,3%	62,0%	62,0%	59,2%	62,4%	63,5%	RESULTADO FINANCEIRO		-17,6	-15,0	-26,7	-19,9	-33,7	-69,1
Despesas com Vendas	-1.351,3	-1.274,8	-1.537,0	-1.743,6	-1.331,8	-1.527,4	-1.783,0	DÍVIDA		171,4	0,0	0,0	310,9	-40,5	264,8
% ROL	-47,1%	-54,8%	-48,1%	-47,6%	-59,5%	-55,5%	-49,5%	EQUITY		0,0	0,0	0,0	510,0	0,0	-20,0
Pessoal	-498,9	-462,8	-557,6	-638,4	-481,6	-507,0	-589,4	DÍVIDA BRUTA	519,9	691,3	691,3	691,3	830,8	790,3	1.055,1
% ROL	-17,4%	-19,9%	-17,4%	-17,4%	-21,5%	-18,4%	-16,4%	CAIXA	604,1	471,0	354,4	184,6	820,8	450,8	501,8
Aluguel + Utilities	-357,4	-331,1	-400,3	-451,8	-314,2	-427,8	-523,7	DÍVIDA LÍQUIDA	-84,2	220,3	336,9	506,7	10,0	339,5	553,3
% ROL	-12,5%	-14,2%	-12,5%	-12,3%	-14,0%	-15,5%	-14,6%	Alavancagem	-0,3x	6,1x	1,0x	1,3x	-0,1x	8,6x	1,8x
Royalties + Outras	-495,0	-480,9	-579,1	-653,4	-536,1	-592,6	-669,9								
% ROL	-17,3%	-20,7%	-18,1%	-17,8%	-24,0%	-21,5%	-18,6%								
EBITDA 4-WALL	433,8	127,4	445,2	526,0	-7,8	191,2	503,4								
Margem 4-Wall	15,1%	5,5%	13,9%	14,4%	-0,4%	6,9%	14,0%								
G&A	-107,8	-85,9	-107,8	-113,2	-130,6	-143,4	-191,4								
% ROL	-3,8%	-3,7%	-3,4%	-3,1%	-5,8%	-5,2%	-5,3%								
Pre Op.	-18,1	-5,3	-14,7	-20,8	-5,8	-8,1	-11,9								
% ROL	-0,6%	-0,2%	-0,5%	-0,6%	-0,3%	-0,3%	-0,3%								
EBITDA	307,9	36,1	322,7	391,9	-144,3	39,6	300,1								
Margem EBITDA	10,7%	1,6%	10,1%	10,7%	-6,4%	1,4%	8,3%								

- TAM 2019 de Food Service no Brasil R\$ 435 bilhões. Mercado tem crescido abaixo da inflação nos últimos anos.
- No entanto, a indústria de **Fast Food**, 22% do Food Service ou R\$ 95bi de TAM <sup>1</sup>, cresce a ritmo mais próximo à inflação.
- **Burger Fast Food (MCD + BK = 85%+), growth mais acelerado. Nossa premissa de ganho de share desse segmento tem se provado correta.**

Food Service Brasil (R\$ Bilhões)

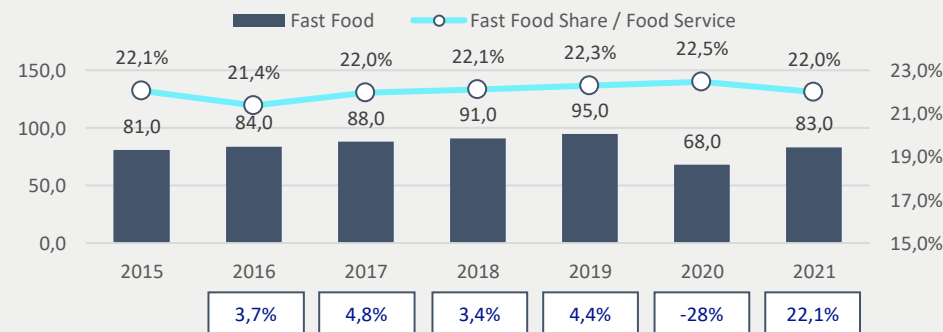


Cresc. vs 2019

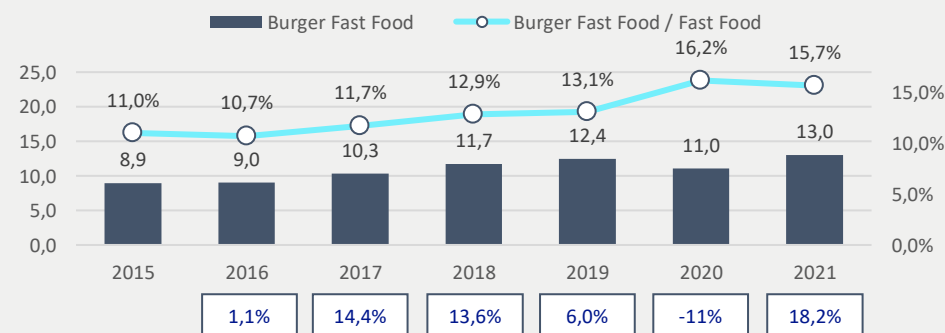
ESTIMATED

	2019	
Bares e Cafés	153	36,0%
Self Service	123	29,0%
<b>Fast Food</b>	<b>94</b>	<b>22,0%</b>
Outros	30	7,0%
Full Service	26	6,0%

Fast Food Brasil (R\$ Bilhões)



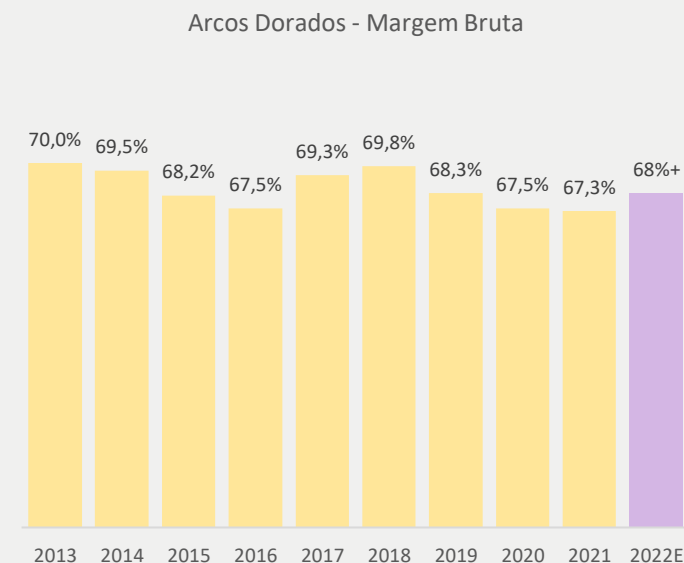
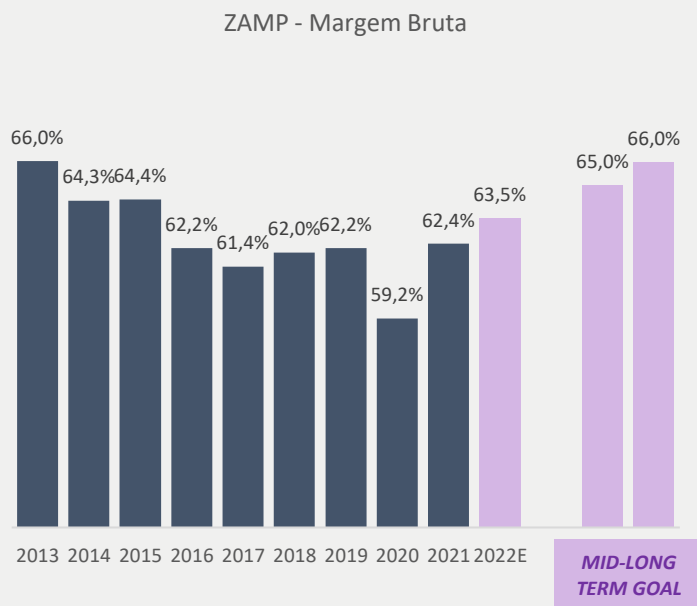
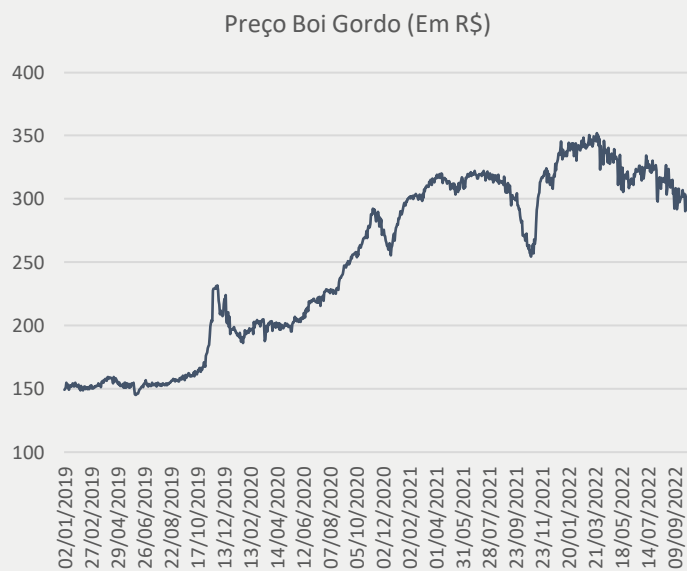
Burger Fast Food Brasil (R\$ Bilhões)



Fonte: Euromonitor, Formulário de Referência ZAMP, Mar Asset Management

<sup>1</sup> Mercado endereçável, em 2019

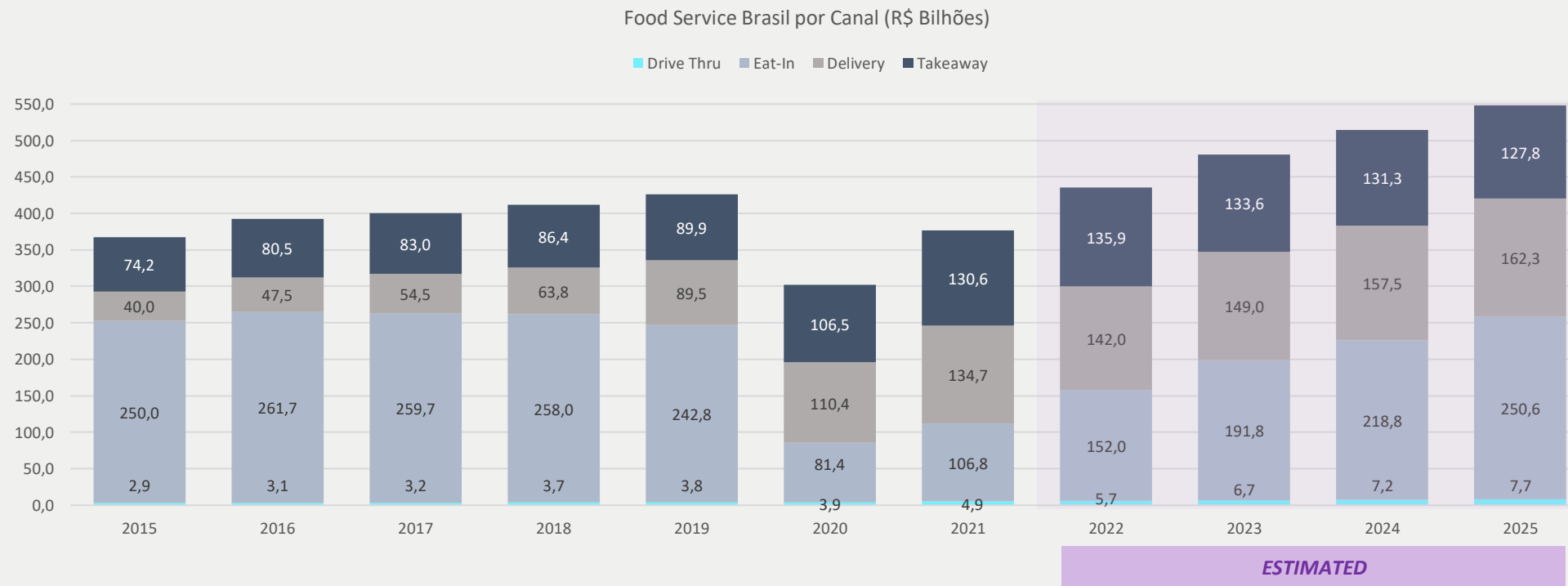
- Aspecto conjuntural positivo, o velho jogo de “rouba-monte” entre MCD e BK não está mais acontecendo, ambos estão operando racionalmente, menos intensivos em value offerings, e ambos conquistando market share.
- Mesmo com um pressão inflacionária nos custos de produção, em especial para proteína animal, ambos operadores em vias de expansão de margem bruta. BK, por exemplo, está operando em níveis de margem bruta 100 a 150bps acima do pré pandemia, o que corrobora um ambiente competitivo mais saudável, em que preço está sendo amplamente repassado.
- *Just analyzing our you know, you will see that over the last couple of quarters, we have even expanded gross margin versus the pre-pandemic period. Mariano Tannenbaum, Arcos Dorados CFO, 1Q22 Earnings Call*



Fonte: Documentos Públicos Arcos Dorados e ZAMP, CEPEA/B3, Mar Asset Management

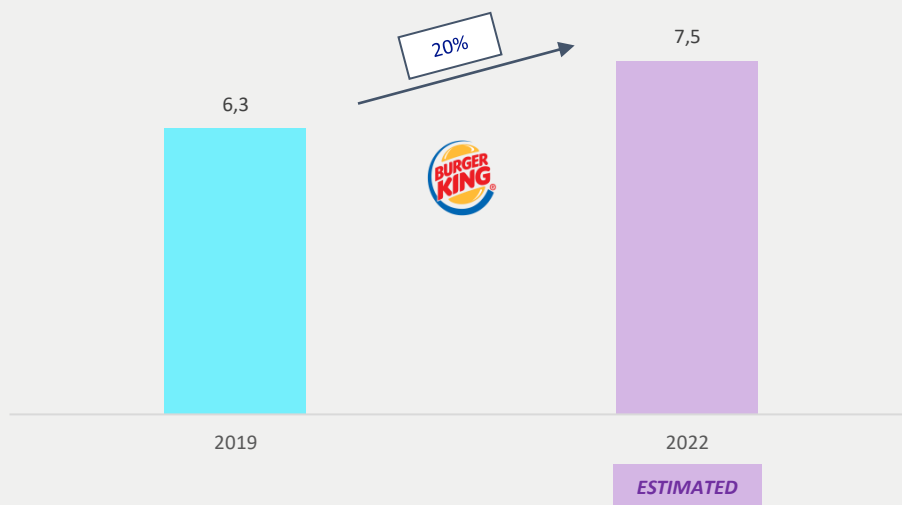


- **O risco de substituição de canal de consumo de alimentos aconteceu.**
  - Migração de R\$100bi do Eat-In para demais canais.
  - Em outras palavras, 1/4 do TAM migrou do balcão para Takeaway, Delivery e Drive Thru.
- **Efeito Home Office deixa legado estrutural de redução de foot traffic corporativo**, prejudicando restaurantes dependentes do fluxo de dia de semana. (2af a 5af representam 45% das vendas anuais do BK).



- **O modelo Free Standing**, formato de lojas de rua com atendimento via canais Drive Thru e Delivery, **está sacramentado como o formato vencedor na operação de restaurantes QSR.**
  - Ainda que Arcos Dorados esteja performando melhor, tanto as operações Free Standing de Arcos Dorados como de Burger King crescem vendas em magnitude relevante vs 2019.
  - **ARS <sup>1</sup> e ROIC <sup>2</sup> das novas safras de Free Standing de ambos os operadores estão maiores do que o pré pandemia.**

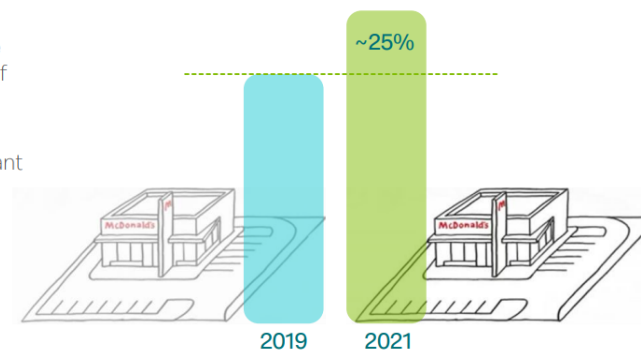
ZAMP - Venda Média Free Standing (R\$ Milhões)



### Off-premise channels are driving structural sales growth



- Free-standing restaurants have been the greatest beneficiary of the Three D's Strategy.
- Sales per free-standing restaurant **~25% higher in 2021 vs. 2019** in local currency
  - ✓ 1.4x the period's blended inflation rate.



Fonte: Informações Públicas Arcos Dorados e ZAMP, Mar Asset Management

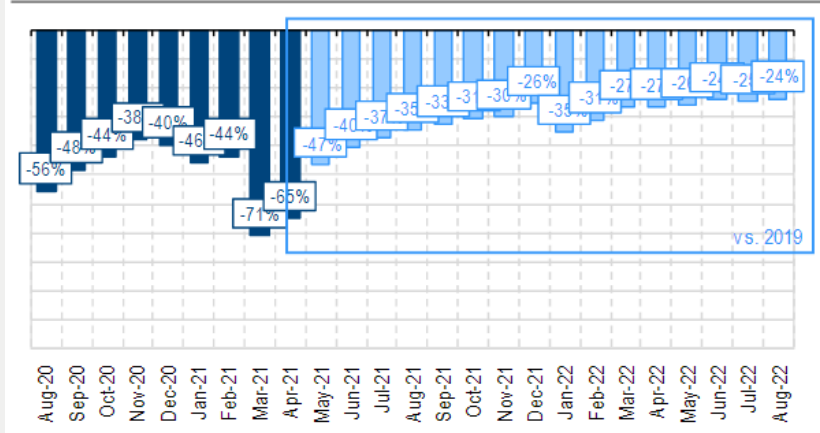
<sup>1</sup> Average Restaurant Sales = Venda média do restaurante

<sup>2</sup> Retorno sobre o capital investido

- **Food Courts (Shoppings)** hoje tem **um gap de 20% de foot traffic vs 2019**. Esse gap conversa com o gap de fluxo da indústria de shoppings como um todo no Brasil: **Dos 600+ shoppings, BK está em 470**.
  - Estimamos vendas **Food Courts Arcos Dorados** também **flat vs 2019**, **não parece problema idiossincrático de marca BK mas sim do canal**.
  - A maior exposição de BK aos shoppings conferiu menor resiliência para atravessar a pandemia nos lockdowns mas também sofre de um efeito legado da pandemia: **(i) Menor fluxo corporativo; (ii) Perda de margem por conta do IGP-M;**
    - **Arcos Dorados** apresentou **melhor resiliência** também em função da **menor exposição a shoppings** e por serem **proprietários do real estate de parte de seu parque de lojas;**
  - **Recomposição de foot traffic** pode ocorrer com: (i) **Gradual volta do trabalho presencial** (ainda que híbrido); (ii) **Reaquecimento da indústria de Cinemas;** Em a retomada dos shoppings acontecendo, **BK está mais alavancado do que Arcos nessa retomada**.

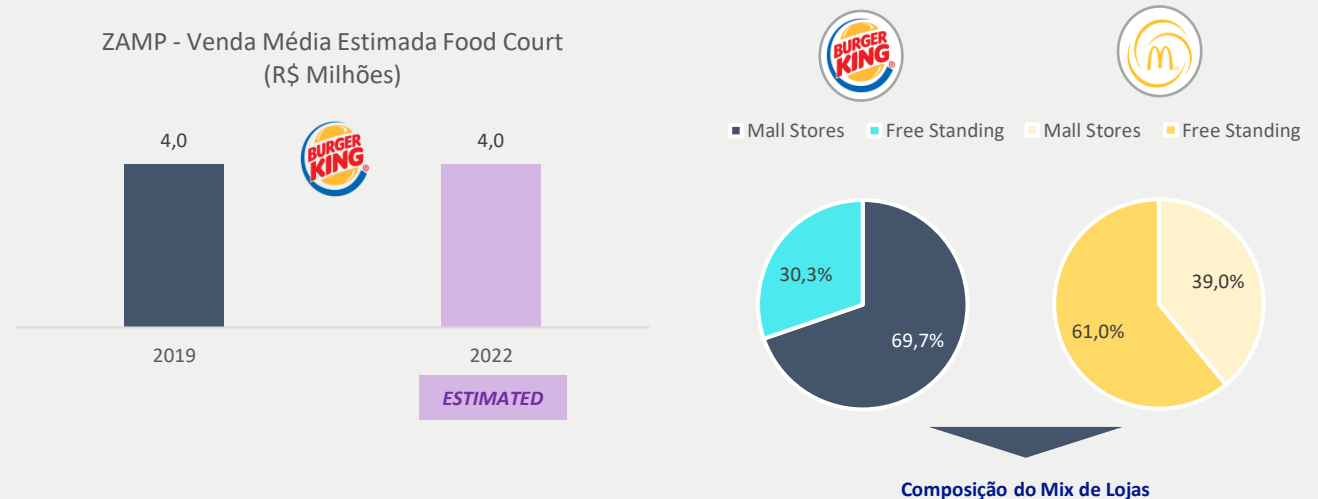
*Looking ahead, we could not be more bullish about the probability of significantly improving operating results for AMC, beginning with Q4 of 2022 and continuing in 2023 (...) So too should the movie slate for 2023 make us smile. Our current internal forecast is that the 2023 domestic box office, the basic metric suggesting the health of theatrical exhibition both in the U.S. and globally, will be billions of dollars larger than that of 2022. We look forward to Q4 of 2022 and calendar year 2023 with glee. Adam Aron, CEO AMC (Operadora de Cinemas do US)*

Figure 4: Foot traffic at Brazilian malls (y/y)



Source: Abrasce, Ibope, BTG Pactual

ZAMP - Venda Média Estimada Food Court (R\$ Milhões)



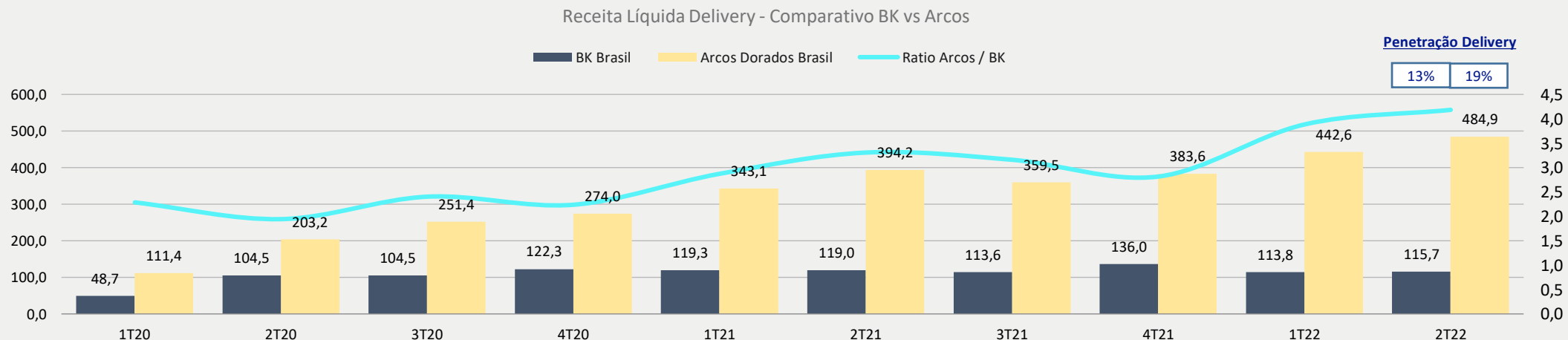
• **Arcos Dorados:**

- Se munuiu de uma **combinação muito poderosa: 2/3 do parque de lojas Free Standing + Acordo de Exclusividade com o iFood**, o que os fez ser o **grande vencedor na operação do business de delivery no Brasil**.
- Operam no modelo **Full Service** e paga um **take rate entre 10% e 12%**. Em escala, melhor economics da indústria.

• **BK:**

- Em função do monopólio do iFood no mercado de Food Delivery e a parceria com MCD, **BK tem tido dificuldade de gerar crescimento neste canal**. Dado o gap de fluxo nos shoppings, optaram por **direcionar esforços na retomada do balcão e no delivery foco do ano foi em melhor rentabilizar a operação**. Hoje **70% do volume de delivery do BK é no modelo híbrido**.
  - **Full Service** – Custo **17% da Receita**.
  - **Híbrido** – Custo **12% da Receita**.
  - **Vertical** – Custo **7% da Receita**.

- De todo modo, nos parece que para o BK o caminho é retomar a crescer, mas em ritmo “lento”, com foco em rentabilização da operação.

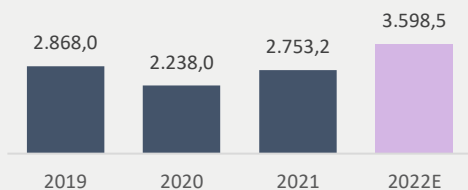


Fonte: Informações Públicas Arcos Dorados e ZAMP, Mar Asset Management

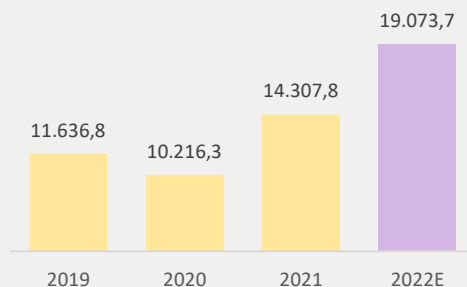
- Nossa hipótese é que +Free Standings + Parceria iFood explica majoritariamente a outperformance de resultado de Arcos Dorados vs BK.
- Além dos benefícios óbvios, Arcos sofreu menor perda de receita, permitindo maiores investimentos via Ad Fund, mkt é relevante para QSR.



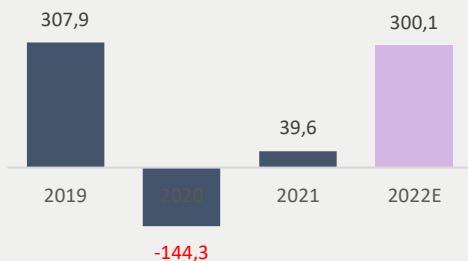
ZAMP - Receita Líquida (R\$ Milhões)



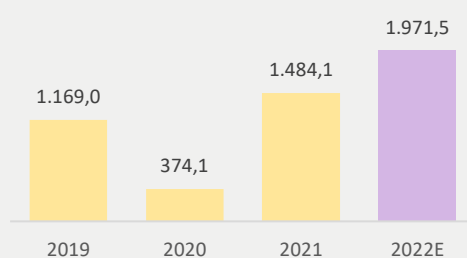
ARCO - Receita Líquida (R\$ Milhões)



ZAMP - EBITDA (R\$ Milhões)



ARCO - EBITDA (R\$ Milhões)



#s Reportados em USD e convertidos em BRL

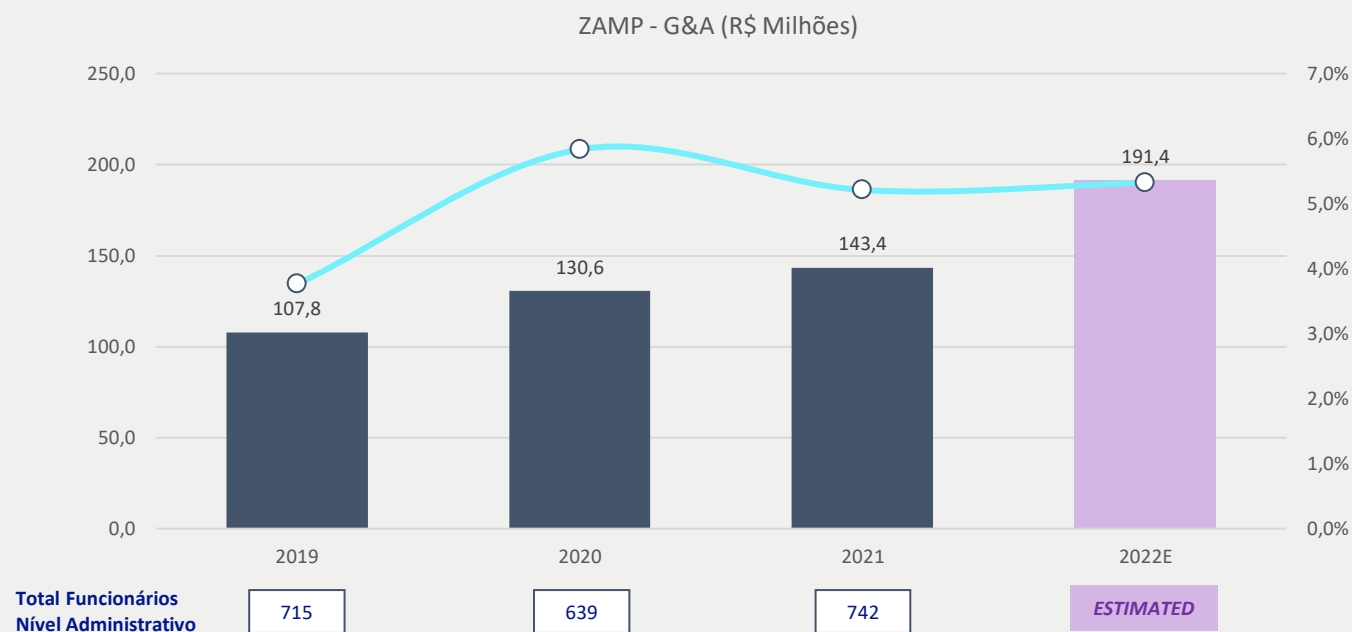
	ZAMP			ARCOS DORADOS		
	2019	2022E	DELTA	2019	2022E	DELTA
<b>Receita Líquida</b>	<b>R\$ 2.868,0</b>	<b>R\$ 3.598,5</b>	<b>25,5%</b>	<b>R\$ 11.636,8</b>	<b>R\$ 19.073,7</b>	<b>63,9%</b>
<b>Lucro Bruto</b>	<b>R\$ 1.785,1</b>	<b>R\$ 2.286,4</b>	<b>28,1%</b>	<b>R\$ 7.664,8</b>	<b>R\$ 12.630,7</b>	<b>64,8%</b>
Margem Bruta	62,2%	63,5%	1,3%	65,9%	66,2%	0,4%
<b>Despesas com Vendas</b>	<b>-R\$ 1.369,4</b>	<b>-R\$ 1.794,9</b>	<b>31,1%</b>	<b>-R\$ 5.675,0</b>	<b>-R\$ 9.381,3</b>	<b>65,3%</b>
% da Receita	-47,7%	-49,9%	-2,1%	-48,8%	-49,2%	-0,4%
<b>EBITDA 4-Wall</b>	<b>R\$ 415,7</b>	<b>R\$ 491,5</b>	<b>18,2%</b>	<b>R\$ 1.989,7</b>	<b>R\$ 3.249,4</b>	<b>63,3%</b>
Margem 4-Wall	14,5%	13,7%	-0,8%	17,1%	17,0%	-0,1%
<b>G&amp;A</b>	<b>-R\$ 107,8</b>	<b>-R\$ 191,4</b>	<b>77,6%</b>	<b>-R\$ 820,8</b>	<b>-R\$ 1.277,9</b>	<b>55,7%</b>
% da Receita	-3,8%	-5,3%	-1,6%	-7,1%	-6,7%	0,4%
<b>EBITDA</b>	<b>R\$ 307,9</b>	<b>R\$ 300,1</b>	<b>-2,5%</b>	<b>R\$ 1.169,0</b>	<b>R\$ 1.971,5</b>	<b>68,7%</b>
Margem EBITDA	10,7%	8,3%	-2,4%	10,0%	10,3%	0,3%

Fonte: Mar Asset Management

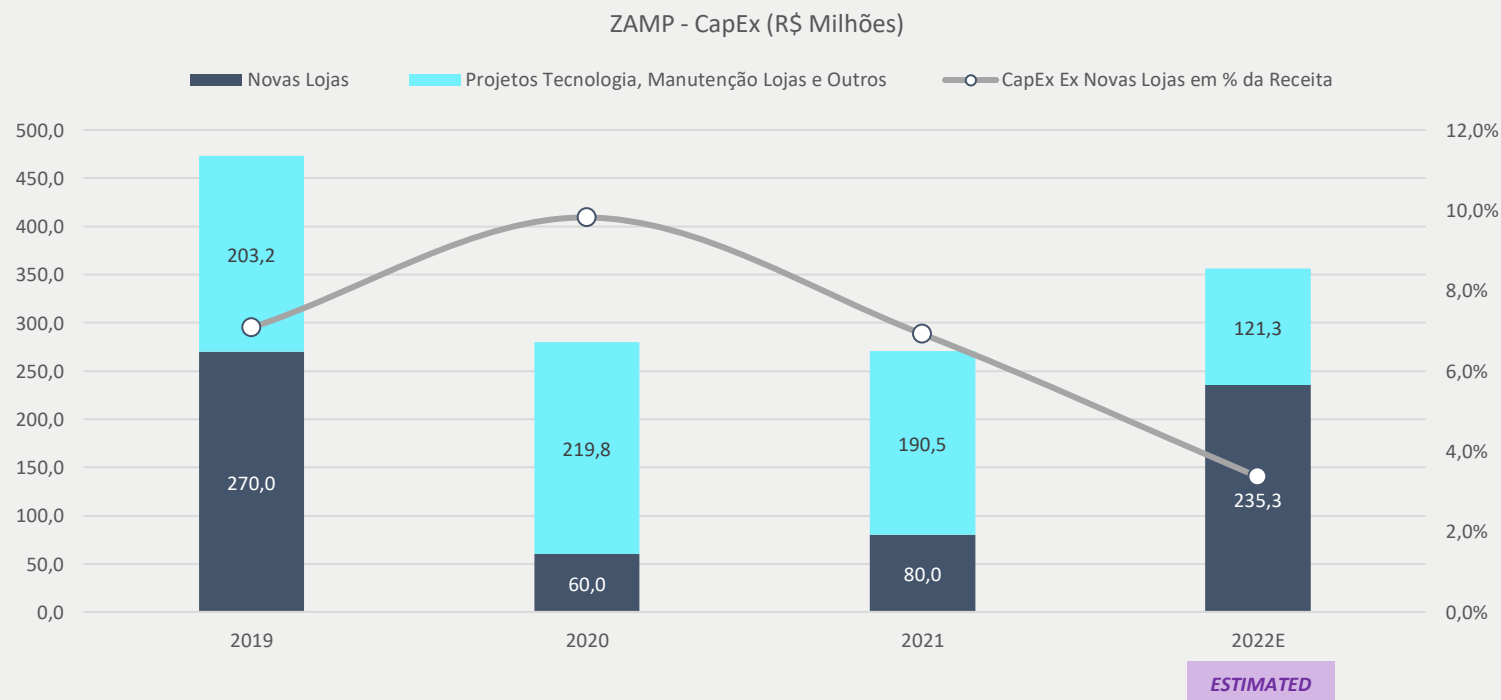
Nota (1): Números da Arcos Dorados são reportados em USD. Para simplificação da análise, os números foram convertidos em BRL ao FX médio BRL / USD de cada período.

Nota (2): Projeções 2022E de Arcos Dorados do Credit Suisse

- **G&A** esperado crescer ~80% 2022 vs 2019. Mais da metade da pressão atual de margem EBITDA vem do G&A.
- **Níveis de G&A** que ZAMP operava no **pré pandemia** era **sub-ótimo**. No entanto, **movimento nos parece ter sido exacerbado**, principalmente tendo em vista os **resultados operacionais** que estão sendo entregues.



- Estimamos que ZAMP terá investido entre 2019 a 2022 algo como **R\$700m+ em Projetos de Tecnologia e Manutenção de Restaurantes**.
- **Apesar de reconhecermos algumas entregas importantes realizadas [Slide no Apêndice com detalhamento do “Ecosistema Digital”], temos dificuldade em conseguir compreender como tais investimentos feitos se convertem em retorno sobre o capital *accreative*, dado o crescimento que está sendo entregue de receita e EBITDA flat.**
  - **A magnitude desses investimentos reforçam a importância da diligência na alocação de capital da companhia. Se for mal feito, pode comprometer o ROIC marginal esperado.**



## TRUE CORPORATION

- ZAMP hoje é uma **True Corporation, sem acionistas de referência**.
  - Fator agravante: **Estatuto não dispõe de mecanismos de proteção aos minoritários** (p.ex. Poison Pill).
  - Tentativa de OPA do Mubadala é reflexo disso.

## RELAÇÃO COM RBI

- A relação Franqueador x Master Franqueado é **sensível: RBI está alinhada no Net Restaurant Growth (“NRG”)**, independente de rentabilidade 4-Wall.
- **A pressão da RBI em forçar o Master Franqueado a tomar decisões sub-ótimas de alocação de capital para estar em compliance com o MFDA é um risco.**
- **Uma melhor interlocução com a RBI poderia destravar alguns drivers de valor:**
  - **Otimização de footprint**, via subfranchising ou fechamento de unidades que dão prejuízo;
  - **Ajuste do NRG** adequado à real crença da administração perante retorno sobre o capital;
  - **Redução de royalties em PLK** (ou maior % de ad fund) para aceleração consolidação da marca;
- Dado o **momento desafiador** que a marca **Burger King atravessa no US**, seu principal mercado, **seria uma o atual momento uma boa janela para negociar com RBI? Um ambiente mais “pró-franqueados”, em que RBI esteja disposta a fazer concessões em prol da longevidade e saúde financeira do sistema?**
  - A marca Burger King no US perdeu share tanto para MCD como para o Wendys. **Pela primeira vez, Wendys ultrapassou Burger King e se tornou a 2ª maior marca de Burger QSR no US em System Wide Sales.**
  - **RBI anunciou CapEx adicional de US\$400m para investimento no sistema norte americano e tentar fechar o gap vs principais concorrentes.**



**• DRIVERS DE VALOR**

- **Indústria:** Deveríamos continuar a ver **Burger Fast Food e Cadeias de restaurantes ganhando share.**
- **Shopping:** Pior já passou, tem gap de 20 p.p. de fluxo para recuperar. **Recomposição desse fluxo, ainda que parcial, é relevante. BK mais alavancado nessa retomada do que Arcos.**
- **Free Standing:** **Formato vencedor comprovado, oportunidade parece existir de alocar capital por anos ainda nessa avenida de crescimento. Esse é um pilar fundamental nesta tese, precisamos estar certos na qualidade das aberturas de FS e no potencial existente.**
- **Otimização do foot print:** **Fechamento de unidades deficitárias adiciona EBITDA e ROIC.** Hoje tem em torno de **50 unidades** nessa discussão.
- **Expansão de margem:** Ganho de **margem bruta e diluição de custo fixa via alavancagem operacional.**
- **A recomposição da geração de caixa operacional (EBITDA 22E já em níveis de 2019) permite a empresa intensificar os investimentos em marca, o que deveria refletir em aceleração de receita.**
- ZAMP possui **R\$916m de Ativo Fiscal (Prejuízo Acumulado). NPV de ~R\$140M, 7% do market cap atual.**
- **Popeyes:** Continuidade na expansão da marca. **Se atingir venda madura almejada, cria valor.**
- **Plataforma de Marca: Aquisição ou desenvolvimento de nova marca,** alavancado na infra já construída de ZAMP. A depender do perfil de geração de caixa de marca adquirida, pode acelerar consumo do prejuízo fiscal.

**• VALUATION**

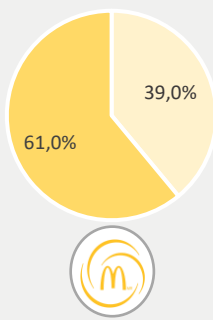
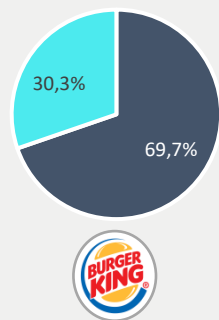
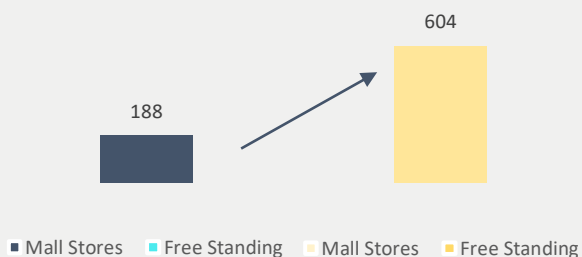
- **ZAMP hoje negocia a ~6,5x EBITDA 23E e 18x Cash Earnings 23E, 32% de IRR <sup>1</sup>.**
- Mercado olha para o **ROIC Contábil, que não reflete o ROIC marginal. Acreditamos que parte da reprecificação de ZAMP venha daí.**
- **Balanco atual e geração de caixa esperada deveriam suportar toda a necessidade de capital** para executar o plano de expansão.
- **Outras óticas:** hoje negocia a **1,4x Book e 3% de prêmio <sup>1</sup>** para o custo de reposição;

**• RISCOS**

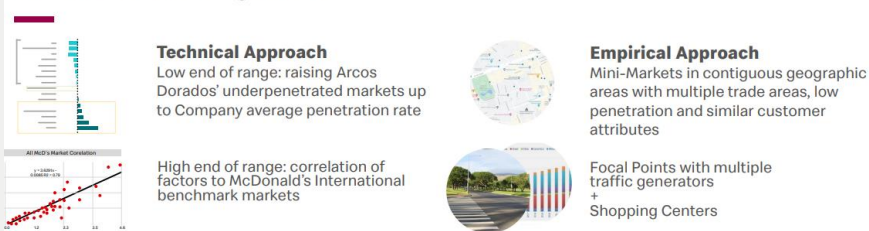
- **Principal risco** em nossa visão hoje consiste no **incentivo perverso do MFDA com alinhamento via unit growth. Se novas safras das Free Standings decepcionarem ou Popeyes desacelerar a maturação, pode haver destruição de valor e questionamento da qualidade da alocação de capital da companhia.**
- **Governança: True corporation,** sem acionistas de referência, e **sem mecanismos de proteção aos minoritários.** Tentativa recente de OPA do Mubadala reflete isso.

- **Oportunidade parece grande: ZAMP** hoje possui ~190 lojas FS vs ~600 de Arcos Dorados.
  - Arcos Dorados sinalizou no Investor Day 2022 a intenção de abrir **adicionais 1.000 novos restaurantes LATAM**, sendo ~500 FS no Brasil.

Número de Free Standings Brasil (2Q22)

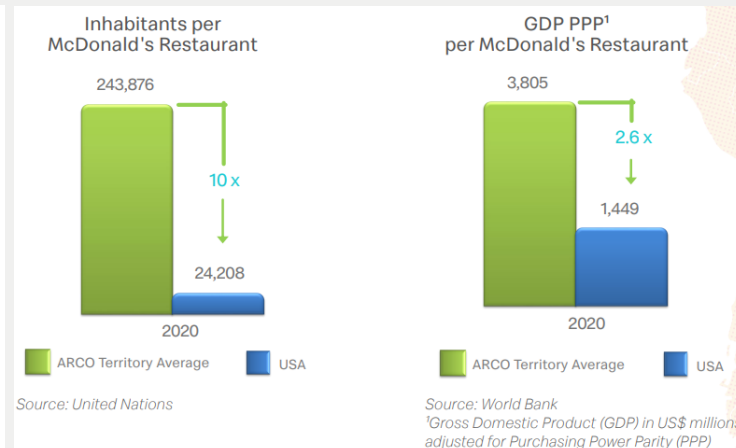


## Potential to open around 1,000 new restaurants in the next 10 years



**Consensus Potential = Technical + Empirical ~ 1,000 new restaurants**

**Third Party Validation**  
McDonald's Strategy & Analytics team, real estate development experts and investment banking partners.



- Entregar 18% real de retorno via aberturas de Free Standing parece exequível nos níveis atuais de venda por loja.

UNIT ECONOMICS   FREE STANDING	ANO 0	ANO 1	ANO 2	ANO 3	ANO 4	ANO 5	ANO 6	ANO 7	ANO 8	ANO 9	ANO 10
<b>RECEITA OPERACIONAL BRUTA</b>	<b>R\$ 6.000</b>	<b>R\$ 6.750</b>	<b>R\$ 7.500</b>	<b>R\$ 7.500</b>	<b>R\$ 7.500</b>	<b>R\$ 7.500</b>	<b>R\$ 7.500</b>	<b>R\$ 7.500</b>	<b>R\$ 7.613</b>	<b>R\$ 7.727</b>	<b>R\$ 7.843</b>
VENDA MADURA	R\$ 7.500	R\$ 7.500	R\$ 7.500	R\$ 7.500	R\$ 7.500	R\$ 7.500	R\$ 7.500	R\$ 7.500	R\$ 7.613	R\$ 7.727	R\$ 7.843
MATURAÇÃO	80,0%	90,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
SSS (%)		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,5%	1,5%	1,5%
<b>IMPOSTOS SOBRE RECEITA</b>	<b>-R\$ 510</b>	<b>-R\$ 574</b>	<b>-R\$ 638</b>	<b>-R\$ 638</b>	<b>-R\$ 638</b>	<b>-R\$ 638</b>	<b>-R\$ 638</b>	<b>-R\$ 638</b>	<b>-R\$ 647</b>	<b>-R\$ 657</b>	<b>-R\$ 667</b>
% ROB	-8,5%	-8,5%	-8,5%	-8,5%	-8,5%	-8,5%	-8,5%	-8,5%	-8,5%	-8,5%	-8,5%
<b>RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA</b>	<b>R\$ 5.490</b>	<b>R\$ 6.176</b>	<b>R\$ 6.863</b>	<b>R\$ 6.863</b>	<b>R\$ 6.863</b>	<b>R\$ 6.863</b>	<b>R\$ 6.863</b>	<b>R\$ 6.863</b>	<b>R\$ 6.965</b>	<b>R\$ 7.070</b>	<b>R\$ 7.176</b>
Cresc.	-	12,5%	11,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,5%	1,5%	1,5%
<b>CMV</b>	<b>-R\$ 1.976</b>	<b>-R\$ 2.223</b>	<b>-R\$ 2.471</b>	<b>-R\$ 2.471</b>	<b>-R\$ 2.471</b>	<b>-R\$ 2.471</b>	<b>-R\$ 2.471</b>	<b>-R\$ 2.471</b>	<b>-R\$ 2.508</b>	<b>-R\$ 2.545</b>	<b>-R\$ 2.583</b>
% ROL	-36,0%	-36,0%	-36,0%	-36,0%	-36,0%	-36,0%	-36,0%	-36,0%	-36,0%	-36,0%	-36,0%
<b>LUCRO BRUTO</b>	<b>R\$ 3.514</b>	<b>R\$ 3.953</b>	<b>R\$ 4.392</b>	<b>R\$ 4.392</b>	<b>R\$ 4.392</b>	<b>R\$ 4.392</b>	<b>R\$ 4.392</b>	<b>R\$ 4.392</b>	<b>R\$ 4.458</b>	<b>R\$ 4.525</b>	<b>R\$ 4.593</b>
MARGEM BRUTA	64,0%	64,0%	64,0%	64,0%	64,0%	64,0%	64,0%	64,0%	64,0%	64,0%	64,0%
<b>DESPESAS 4-WALL</b>	<b>-R\$ 2.959</b>	<b>-R\$ 3.041</b>	<b>-R\$ 3.124</b>	<b>-R\$ 3.124</b>	<b>-R\$ 3.124</b>	<b>-R\$ 3.124</b>	<b>-R\$ 3.124</b>	<b>-R\$ 3.124</b>	<b>-R\$ 3.157</b>	<b>-R\$ 3.190</b>	<b>-R\$ 3.224</b>
% ROL	-53,9%	-49,2%	-45,5%	-45,5%	-45,5%	-45,5%	-45,5%	-45,5%	-45,3%	-45,1%	-44,9%
PESSOAL	-R\$ 1.150	-R\$ 1.150	-R\$ 1.150	-R\$ 1.150	-R\$ 1.150	-R\$ 1.150	-R\$ 1.150	-R\$ 1.150	-R\$ 1.162	-R\$ 1.174	-R\$ 1.187
% ROL	-20,9%	-18,6%	-16,8%	-16,8%	-16,8%	-16,8%	-16,8%	-16,8%	-16,7%	-16,6%	-16,5%
ALUGUEL + UTILITIES	-R\$ 750	-R\$ 750	-R\$ 750	-R\$ 750	-R\$ 750	-R\$ 750	-R\$ 750	-R\$ 750	-R\$ 756	-R\$ 761	-R\$ 767
% ROL	-13,7%	-12,1%	-10,9%	-10,9%	-10,9%	-10,9%	-10,9%	-10,9%	-10,8%	-10,8%	-10,7%
ROYALTIES	-R\$ 565	-R\$ 636	-R\$ 707	-R\$ 707	-R\$ 707	-R\$ 707	-R\$ 707	-R\$ 707	-R\$ 717	-R\$ 728	-R\$ 739
% ROL	-10,3%	-10,3%	-10,3%	-10,3%	-10,3%	-10,3%	-10,3%	-10,3%	-10,3%	-10,3%	-10,3%
CUSTOS DELIVERY (TAKE RATE)	-R\$ 93	-R\$ 105	-R\$ 117	-R\$ 117	-R\$ 117	-R\$ 117	-R\$ 117	-R\$ 117	-R\$ 118	-R\$ 120	-R\$ 122
% ROL	-1,7%	-1,7%	-1,7%	-1,7%	-1,7%	-1,7%	-1,7%	-1,7%	-1,7%	-1,7%	-1,7%
OUTROS	-R\$ 400	-R\$ 400	-R\$ 400	-R\$ 400	-R\$ 400	-R\$ 400	-R\$ 400	-R\$ 400	-R\$ 403	-R\$ 406	-R\$ 409
% ROL	-7,3%	-6,5%	-5,8%	-5,8%	-5,8%	-5,8%	-5,8%	-5,8%	-5,8%	-5,7%	-5,7%
<b>EBITDA 4-WALL</b>	<b>R\$ 555</b>	<b>R\$ 912</b>	<b>R\$ 1.269</b>	<b>R\$ 1.269</b>	<b>R\$ 1.269</b>	<b>R\$ 1.269</b>	<b>R\$ 1.269</b>	<b>R\$ 1.269</b>	<b>R\$ 1.301</b>	<b>R\$ 1.335</b>	<b>R\$ 1.369</b>
MARGEM 4-WALL	10,1%	14,8%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,7%	18,9%	19,1%

**Receita**

- Venda media em linha com o que as Free Standings estão vendendo (na media);

- Perpetuando SSS = Inflação, kicker real apenas no momento da reforma.

Margem Bruta em linha com media atual da companhia. Argumentam que tende a ser 64%+

Assumindo % Delivery em linha com níveis atuais em % da Receita

- Entregar 18% real de retorno via aberturas de Free Standing parece exequível nos níveis atuais de venda por loja.

UNIT ECONOMICS   FREE STANDING	ANO 0	ANO 1	ANO 2	ANO 3	ANO 4	ANO 5	ANO 6	ANO 7	ANO 8	ANO 9	ANO 10
<b>CAPITAL INVESTIDO   ESTOQUE</b>	R\$ 4.500	R\$ 4.500	R\$ 4.500	R\$ 4.500	R\$ 4.500	R\$ 4.500	R\$ 4.500	R\$ 4.500	R\$ 6.750	R\$ 6.750	R\$ 6.750
<b>CAPEX   ABERTURA</b>	R\$ 4.500	R\$ 0	R\$ 0	R\$ 0	R\$ 0	R\$ 0	R\$ 0	R\$ 0	R\$ 0	R\$ 0	R\$ 0
<b>CAPEX   REFORMA</b>	R\$ 0	R\$ 0	R\$ 0	R\$ 0	R\$ 0	R\$ 0	R\$ 0	R\$ 2.250	R\$ 0	R\$ 0	R\$ 0
<b>EBITDA 4-WALL</b>		R\$ 555	R\$ 912	R\$ 1.269	R\$ 1.269	R\$ 1.269	R\$ 1.269	R\$ 1.269	R\$ 1.301	R\$ 1.335	R\$ 1.369
<i>MARGEM 4-WALL</i>		10,1%	14,8%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,5%	18,7%	18,9%	19,1%
<b>G&amp;A</b>		-R\$ 82	-R\$ 93	-R\$ 103	-R\$ 103	-R\$ 103	-R\$ 103	-R\$ 103	-R\$ 104	-R\$ 106	-R\$ 108
<i>% ROL</i>		-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%
<b>EBITDA</b>		R\$ 472	R\$ 819	R\$ 1.166	R\$ 1.166	R\$ 1.166	R\$ 1.166	R\$ 1.166	R\$ 1.197	R\$ 1.229	R\$ 1.261
<i>MARGEM EBITDA</i>		8,6%	13,3%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,2%	17,4%	17,6%
<b>DEPRECIÇÃO CONTÁBIL</b>		-R\$ 643	-R\$ 643	-R\$ 643	-R\$ 643	-R\$ 643	-R\$ 643	-R\$ 964	-R\$ 321	-R\$ 321	-R\$ 321
<i>ABERTURA (7 ANOS)</i>		-R\$ 643	-R\$ 643	-R\$ 643	-R\$ 643	-R\$ 643	-R\$ 643	-R\$ 643	-	-	-
<i>MANUTENÇÃO (7 ANOS)</i>		-	-	-	-	-	R\$ 0	-R\$ 321	-R\$ 321	-R\$ 321	-R\$ 321
<i>% CAPITAL INVESTIDO</i>		-14,3%	-14,3%	-14,3%	-14,3%	-14,3%	-14,3%	-14,3%	-4,8%	-4,8%	-4,8%
<b>EBIT</b>		-R\$ 170	R\$ 176	R\$ 523	R\$ 523	R\$ 523	R\$ 523	R\$ 201	R\$ 875	R\$ 907	R\$ 940
<i>MARGEM EBIT</i>		-3,1%	2,9%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	2,9%	12,6%	12,8%	13,1%
<b>IMPOSTO DE RENDA</b>		R\$ 0	-R\$ 48	-R\$ 144	-R\$ 144	-R\$ 144	-R\$ 144	-R\$ 55	-R\$ 241	-R\$ 250	-R\$ 258
<i>% EBIT</i>		-27,5%	-27,5%	-27,5%	-27,5%	-27,5%	-27,5%	-27,5%	-27,5%	-27,5%	-27,5%
<b>NOPAT</b>		-R\$ 170	R\$ 128	R\$ 379	R\$ 379	R\$ 379	R\$ 379	R\$ 146	R\$ 635	R\$ 658	R\$ 681
<i>MARGEM NOPAT</i>		-2,8%	1,9%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	1,9%	8,3%	8,5%	8,7%
<b>FCF</b>	-R\$ 4.500	R\$ 472	R\$ 771	R\$ 1.022	R\$ 1.022	R\$ 1.022	R\$ 1.022	-R\$ 1.140	R\$ 956	R\$ 979	R\$ 1.003
<b>VALOR TERMINAL</b>											R\$ 6.813
<b>FCF</b>	-R\$ 4.500	R\$ 472	R\$ 771	R\$ 1.022	R\$ 1.022	R\$ 1.022	R\$ 1.022	-R\$ 1.140	R\$ 956	R\$ 979	R\$ 7.816
<b>TIR REAL E DESALAVANCADA</b>		<b>18,2%</b>									

**CapEx**

- Novas Lojas está rodando em R\$4,5M
- Reforma considerado 50% do CapEx inicial, em linha com custo de EOTF Arcos. BK e MCD reforçaram ciclo min de 7 anos para reformar
- Modelo não contempla uplift de SSS pós reforma (o que é esperado)

**G&A incremental**

Assume aqui apenas distribuição de JCP como redutor de alíquota efetiva

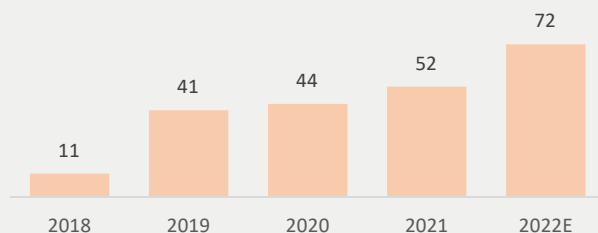
**Valor Terminal:**

- Ke 10% (real);
- G: 0% (real);
- Considerando D&A de 4,8% como capex manutenção perpetuado;

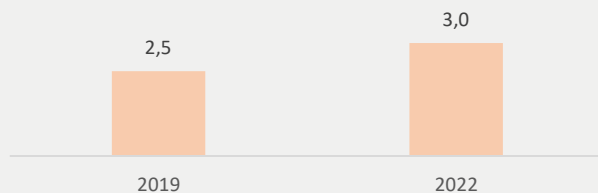
- Venda média cresce 20% vs 2019, foot traffic +HSD vs 2019.
- EBITDA 4-Wall: Ainda break-even. IGP-M offsetou ganho de venda e margem bruta.
- **Em nossas contas, PLK tem que estabilizar em R\$4,5M de venda média para apresentar uma boa margem 4-wall e IRR duplo dígito alto real.**
- Debate se PLK não é uma sinalização do incentivo perverso com RBI. Temos dúvidas se TIR do investimento como um todo vai ser bom.
  - Provocação para **negociar com RBI incentivo de royalties para acelerar expansão** (análogo ao que Arcos tem com MCD)



ZAMP - # de Restaurantes PLK



ZAMP - ARS PLK (R\$ Milhões)



UNIT ECONOMICS   PLK	ANO 0	ANO 1	ANO 2	ANO 3	ANO 4	ANO 5	ANO 6	ANO 7	ANO 8	ANO 9	ANO 10
<b>CAPITAL INVESTIDO   ESTOQUE</b>	R\$ 2.500	R\$ 2.500	R\$ 2.500	R\$ 2.500	R\$ 2.500	R\$ 2.500	R\$ 2.500	R\$ 3.250	R\$ 3.250	R\$ 3.250	R\$ 3.250
<b>CAPEX   ABERTURA</b>	R\$ 2.500	R\$ 0	R\$ 0	R\$ 0	R\$ 0	R\$ 0	R\$ 0	R\$ 0	R\$ 0	R\$ 0	R\$ 0
<b>CAPEX   REFORMA</b>	R\$ 0	R\$ 0	R\$ 0	R\$ 0	R\$ 0	R\$ 0	R\$ 0	R\$ 750	R\$ 0	R\$ 0	R\$ 0
<b>RECEITA BRUTA</b>	R\$ 3.015	R\$ 3.825	R\$ 4.500	R\$ 4.500	R\$ 4.500	R\$ 4.500	R\$ 4.500	R\$ 4.500	R\$ 4.500	R\$ 4.500	R\$ 4.500
VENDA MADURA	R\$ 4.500	R\$ 4.500	R\$ 4.500	R\$ 4.500	R\$ 4.500	R\$ 4.500	R\$ 4.500	R\$ 4.500	R\$ 4.500	R\$ 4.500	R\$ 4.500
MATURAÇÃO	67,0%	85,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
SSS (%)		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>IMPOSTOS SOBRE RECEITA</b>	-R\$ 256	-R\$ 325	-R\$ 383	-R\$ 383	-R\$ 383	-R\$ 383	-R\$ 383	-R\$ 383	-R\$ 383	-R\$ 383	-R\$ 383
% ROB	-8,5%	-8,5%	-8,5%	-8,5%	-8,5%	-8,5%	-8,5%	-8,5%	-8,5%	-8,5%	-8,5%
<b>RECEITA LÍQUIDA</b>	R\$ 2.759	R\$ 3.500	R\$ 4.118	R\$ 4.118	R\$ 4.118	R\$ 4.118	R\$ 4.118	R\$ 4.118	R\$ 4.118	R\$ 4.118	R\$ 4.118
Cresc.	-	26,9%	17,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>CMV</b>	-R\$ 993	-R\$ 1.260	-R\$ 1.482	-R\$ 1.482	-R\$ 1.482	-R\$ 1.482	-R\$ 1.482	-R\$ 1.482	-R\$ 1.482	-R\$ 1.482	-R\$ 1.482
% ROL	-36,0%	-36,0%	-36,0%	-36,0%	-36,0%	-36,0%	-36,0%	-36,0%	-36,0%	-36,0%	-36,0%
<b>LUCRO BRUTO</b>	R\$ 1.766	R\$ 2.240	R\$ 2.635	R\$ 2.635	R\$ 2.635	R\$ 2.635	R\$ 2.635	R\$ 2.635	R\$ 2.635	R\$ 2.635	R\$ 2.635
MARGEM BRUTA	64,0%	64,0%	64,0%	64,0%	64,0%	64,0%	64,0%	64,0%	64,0%	64,0%	64,0%
<b>DESPESAS 4-WALL</b>	-R\$ 1.766	-R\$ 1.840	-R\$ 1.902	-R\$ 1.902	-R\$ 1.902	-R\$ 1.902	-R\$ 1.902	-R\$ 1.902	-R\$ 1.902	-R\$ 1.902	-R\$ 1.902
% ROL	-64,0%	-52,6%	-46,2%	-46,2%	-46,2%	-46,2%	-46,2%	-46,2%	-46,2%	-46,2%	-46,2%
DESPESAS FIXAS	-R\$ 1.490	-R\$ 1.490	-R\$ 1.490	-R\$ 1.490	-R\$ 1.490	-R\$ 1.490	-R\$ 1.490	-R\$ 1.490	-R\$ 1.490	-R\$ 1.490	-R\$ 1.490
% ROL	-54,0%	-42,6%	-36,2%	-36,2%	-36,2%	-36,2%	-36,2%	-36,2%	-36,2%	-36,2%	-36,2%
ROYALTIES	-R\$ 276	-R\$ 350	-R\$ 412	-R\$ 412	-R\$ 412	-R\$ 412	-R\$ 412	-R\$ 412	-R\$ 412	-R\$ 412	-R\$ 412
% ROL	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%
<b>EBITDA 4-WALL</b>	-R\$ 0	R\$ 400	R\$ 733	R\$ 733	R\$ 733	R\$ 733	R\$ 733	R\$ 733	R\$ 733	R\$ 733	R\$ 733
MARGEM 4-WALL	0,0%	11,4%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%

Fonte: ZAMP Reports, Mar Asset Management

- Níveis de D&A do BK são consideravelmente acima do CapEx de manutenção efetivo, o que comprime ROIC contábil.
  - Depreciação a maior se dá por um nível de capital imobilizado consideravelmente superior (em % da receita).
- Olhar o ROIC do balanço ("ROIC Contábil") confere a falsa impressão que é um business de ROIC baixo**
  - Free Standings > Maioria do CapEx marginal com ROIC 20%+;
  - Além do efeito contábil, no passado houve emprego de capital questionável. Ex: Aquisição de franqueado grande pagando 12x EBITDA.
  - CapEx manutenção não deveria fugir de 4% da receita (conversa com 50% do CapEx Inicial de abertura loja).

BURGER KING BRASIL						CARROLS						ARCOS DORADOS					
	2017	2018	2019	2020	2Q22		2017	2018	2019	2020	2021		2017	2018	2019	2020	2021
Receita Líquida	1.783,8	2.348,4	2.868,0	2.238,0	3.307,4	Receita Líquida	1.088,5	1.179,3	1.462,8	1.547,5	1.652,4	Receita Líquida	3.218,0	3.002,7	2.948,9	1.979,7	2.651,6
D&A	-119,8	-133,2	-195,9	-210,0	-231,4	D&A	-54,2	-58,5	-74,7	-81,7	-80,8	D&A	92,02	100,79	121,55	125,83	119,59
% ROL	-6,7%	-5,7%	-6,8%	-9,4%	-7,0%	% ROL	-5,0%	-5,0%	-5,1%	-5,3%	-4,9%	% ROL	2,9%	3,4%	4,1%	6,4%	4,5%
CapEx (Ex Novas Lojas e M&A)					-126,7	CapEx (Ex Novas Lojas e M&A)	-58,8	-52,6	-92,0	-41,2	-42,8	CapEx (Ex Novas Lojas e M&A)	-133,2	-141,1	-176,8	-86,4	
% ROL					-3,8%	% ROL	-5,4%	-4,5%	-6,3%	-2,7%	-2,6%	% ROL	-4,1%	-4,7%	-6,0%	-4,4%	
Imobilizado	699,6	928,2	1.163,6	1.195,7	1.233,7	Imobilizado	274,1	289,8	385,6	349,6	337,7	Imobilizado	890,7	856,2	961,0	796,5	743,5
% ROL	39,2%	39,5%	40,6%	53,4%	37,3%	% ROL	25,2%	24,6%	26,4%	22,6%	20,4%	% ROL	27,7%	28,5%	32,6%	40,2%	28,0%
Imobilizado + Ágio	901,7	1.503,1	1.735,8	1.767,9	1.805,9	Imobilizado + Ágio	310,9	328,3	508,2	472,2	462,2	Imobilizado + Ágio	938,5	897,2	1.004,0	833,6	782,3
% ROL	50,6%	64,0%	60,5%	79,0%	54,6%	% ROL	28,6%	27,8%	34,7%	30,5%	28,0%	% ROL	29,2%	29,9%	34,0%	42,1%	29,5%

LOJAS RENNER						GRUPO SBF						SMART FIT			
	2017	2018	2019	2020	2021		2017	2018	2019	2020	2021		2019	2020	2021
Receita Líquida   Varejo	6.600,1	7.485,4	8.474,7	6.654,5	9.551,7	Receita Líquida	1.968,6	2.275,1	2.545,4	2.426,3	5.484,2	Receita Líquida	1.983,9	1.256,2	1.706,9
D&A	-329,1	-314,6	-348,1	-409,9	-443,6	D&A	-79,59	-80,77	-91,12	-102,11	-133,42	D&A	-308,50	-371,38	-448,41
% ROL	-5,0%	-4,2%	-4,1%	-6,2%	-4,6%	% ROL	-4,0%	-3,6%	-3,6%	-4,2%	-2,4%	% ROL	-15,5%	-29,6%	-26,3%
CapEx (Ex Novas Lojas e M&A)	-327,7	-385,2	-488,9	-447,7	-915,8	CapEx (Ex Novas Lojas e M&A)	-59,5	-82,7	-89,5	-134,5	-208,9	CapEx (Ex Novas Lojas e M&A)	-154,6	-81,8	-108,1
% ROL	-5,0%	-5,1%	-5,8%	-6,7%	-9,6%	% ROL	-3,0%	-3,6%	-3,5%	-5,5%	-3,8%	% ROL	-7,8%	-6,5%	-6,3%
CapEx (Ex CD)	-285,5	-351,9	-341,6	-311,2	-440,5										
% ROL	-4,3%	-4,7%	-4,0%	-4,7%	-4,6%										
Imobilizado	1.813,6	1.994,4	2.173,7	2.154,3	2.650,9	Imobilizado	463,4	448,0	490,4	554,9	430,1	Imobilizado	2.094,2	2.425,1	2.697,0
% ROL	27,5%	26,6%	25,6%	32,4%	27,8%	% ROL	23,5%	19,7%	19,3%	22,9%	7,8%	% ROL	105,6%	193,0%	158,0%
Imobilizado + Ágio	2.339,9	2.629,5	2.957,9	3.094,9	3.858,5	Imobilizado + Ágio	554,1	552,6	619,3	870,9	833,9	Imobilizado + Ágio	3.280,1	3.966,0	4.216,8
% ROL	35,5%	35,1%	34,9%	46,5%	40,4%	% ROL	28,1%	24,3%	24,3%	35,9%	15,2%	% ROL	165,3%	315,7%	247,0%

- Atualmente ZAMP possui R\$916m<sup>1</sup> acumulados a título de Prejuízo fiscal e Base negativa.
  - Ao final de 2019, Zamp possuía 120m de Prejuízo Fiscal e Base negativa, ou seja, esse ativo fiscal atual é fruto do impacto da pandemia no resultado operacional durante 2020 e 2021.
- A norma contábil permite abatimento de até 30% do seu EBT (LAIR) anual via consumo de prejuízo fiscal acumulado. Desde que a empresa permaneça sob o regime de Lucro Real, não há prescrição do saldo.
- Assumindo as estimativas do nosso cenário base, estamos falando de algo como R\$140m a NPV desse ativo fiscal.
  - ZAMP hoje vale R\$2bi, ou seja, NPV do PF seria ~7% do market cap.
  - O consumo desse ativo fiscal poderia ser catalisado por eventual M&A de empresa com lucro contábil.

## 26. Imposto de renda e contribuição social--Continuação

Prejuízo fiscal e base negativa	Controladora e Consolidado	
	30/06/2022	31/12/2021
	916.323	845.869

ZAMP   FCF em R\$ MM	27/10/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027	31/12/2028	31/12/2029	31/12/2030	31/12/2031
BK BRASIL	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
EBITDA Ex IFRS-16		405,2	521,7	646,5	758,6	854,2	948,7	1.044,3	1.145,2	
D&A		-260,6	-280,4	-316,6	-349,6	-373,4	-399,4	-427,4	-457,6	
Resultado Financeiro		-120,3	-131,8	-119,5	-118,8	-112,0	-109,7	-107,3	-104,0	
EBT		24,3	109,5	210,4	290,2	368,7	439,6	509,5	583,7	630,4
Cresc. YoY			351,1%	92,2%	37,9%	27,1%	19,2%	15,9%	14,6%	8,0%
Estoque Prej. Acc.	916,3	909,0	876,2	813,1	726,0	615,4	483,5	330,7	155,6	0,0
Tax Shield   @30% EBT	0,0	7,3	32,8	63,1	87,0	110,6	131,9	152,9	175,1	155,6
Ativo Fiscal   @34% * @30% EBT	0,0	2,5	11,2	21,5	29,6	37,6	44,8	52,0	59,5	52,9
NPV do Prej. Acc.	141,3									
Discount Rate a.a.	13,5%									

Fonte: Informações Públicas ZAMP, Mar Asset Management

<sup>1</sup> Consta no PL R\$647m de Prejuízo Acumulado mas a Base Fiscal Negativa é de R\$916m.

- ZAMP hoje bem posicionada para atuar como plataforma de marcas.
  - Aos preços certos, associação com **Dominos Pizza Brasil** nos parece um movimento bastante assertivo nessa direção.
  - Desenvolver/adquirir uma marca própria, sem necessidade de pagamento de royalties para franqueador, parece alternativa bastante interessante (Provocação inclusive do por que fizeram como 2ª marca PLK e não uma marca própria).





Estimated

VENDA / LOJA	3Q22 (Anualizado)	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>Free Standing</b>	<b>7,5</b>	<b>7,9</b>	<b>8,5</b>	<b>9,0</b>	<b>9,5</b>
<i>Cresc YoY</i>		5,8%	6,6%	6,2%	5,4%
<b>Food Court - BK</b>	<b>4,0</b>	<b>4,5</b>	<b>4,8</b>	<b>5,1</b>	<b>5,3</b>
<i>Cresc YoY</i>		12,5%	6,5%	5,5%	4,0%
<b>Food Court - PLK</b>	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>3,5</b>	<b>3,8</b>	<b>4,1</b>
<i>Cresc YoY</i>		0,7%	16,8%	7,9%	7,7%
<b>IPCA</b>		<b>6,0%</b>	<b>5,0%</b>	<b>4,0%</b>	<b>3,0%</b>

NRG	2019A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
<b># Unidades</b>	<b>912</b>	<b>1.012</b>	<b>1.097</b>	<b>1.182</b>	<b>1.267</b>	<b>1.332</b>
<i>Unit Growth</i>			8,4%	7,7%	7,2%	5,1%
<b>Total</b>	<b>99</b>	<b>66</b>	<b>85</b>	<b>85</b>	<b>85</b>	<b>65</b>
<i>FS</i>	33	27	40	40	40	25
<i>Popeyes</i>	30	20	25	25	25	20
<i>Franquias</i>	36	19	20	20	20	20

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>Margem Bruta</b>	<b>63,5%</b>	<b>64,0%</b>	<b>64,0%</b>	<b>64,0%</b>	<b>64,0%</b>

SG&A	2019A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>Selling</b>	<b>1.351,3</b>	<b>1.783,2</b>	<b>2.012,9</b>	<b>2.316,1</b>	<b>2.624,0</b>	<b>2.913,4</b>
<i>Cresc YoY</i>			12,9%	15,1%	13,3%	11,0%
<i>% Receita</i>	47,1%		48,3%	47,7%	47,1%	46,9%
<b>G&amp;A</b>	<b>107,8</b>	<b>191,4</b>	<b>208,7</b>	<b>227,5</b>	<b>245,7</b>	<b>262,8</b>
<i>Cresc YoY</i>			9,0%	9,0%	8,0%	7,0%
<i>% Receita</i>			-5,0%	-4,7%	-4,4%	-4,2%

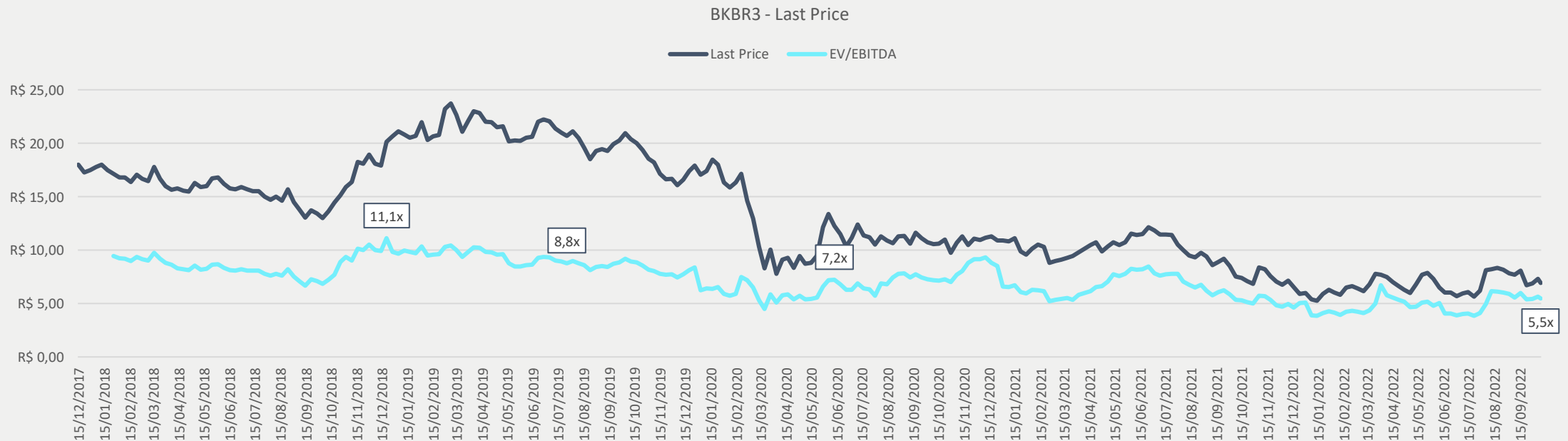
	2018A	2019A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>Receita Líquida</b>	<b>2.348,4</b>	<b>2.868,0</b>	<b>3.599,4</b>	<b>4.163,8</b>	<b>4.855,3</b>	<b>5.566,2</b>	<b>6.213,3</b>
<i>Cresc YoY</i>		22,1%		15,7%	16,6%	14,6%	11,6%
<b>EBITDA 4-Wall</b>	<b>372,2</b>	<b>433,8</b>	<b>503,8</b>	<b>653,2</b>	<b>792,6</b>	<b>939,8</b>	<b>1.064,7</b>
<i>Cresc YoY</i>		16,5%		29,7%	21,3%	18,6%	13,3%
<i>Mg. 4-Wall</i>	15,8%	15,1%	14,0%	15,7%	16,3%	16,9%	17,1%
<b>EBITDA</b>	<b>273,9</b>	<b>307,9</b>	<b>300,4</b>	<b>424,0</b>	<b>543,7</b>	<b>671,7</b>	<b>786,7</b>
<i>Cresc YoY</i>		12,4%		41,1%	28,2%	23,6%	17,1%
<i>Mg. EBITDA</i>	11,7%	10,7%	8,3%	10,2%	11,2%	12,1%	12,7%

# SUMÁRIO

TESE  
**VALOR**  
APÊNDICE

• **Histórico:**

- **IPO (Dez/2017): R\$18,00/share;**
- **Follow On #1 (Mar/19): R\$21,41/share (Oferta secundária);**
- **Follow On #2 (Nov/20): R\$10,80/share (Oferta primária, diluição de ~17%);**
- **M&A Dominos Brasil (Jul/21): R\$11,50/share;**
- **OPA Mubadala #2 Bid (Set/22): R\$8,31/share;**
- **Preço Atual (Out/22): R\$7,50/share;**



Fonte: Bloomberg, Mar Asset Management.

AUM MAR ABS
R\$ 2.050.000

DIAS PARA ZERAR		
-----------------	--	--

## BASE ACIONÁRIA (15/ago)

SIZING BKBR3 MAR ABS	
3,50%	R\$ 71.750
5,00%	R\$ 102.500
7,50%	R\$ 153.750
10,00%	R\$ 205.000

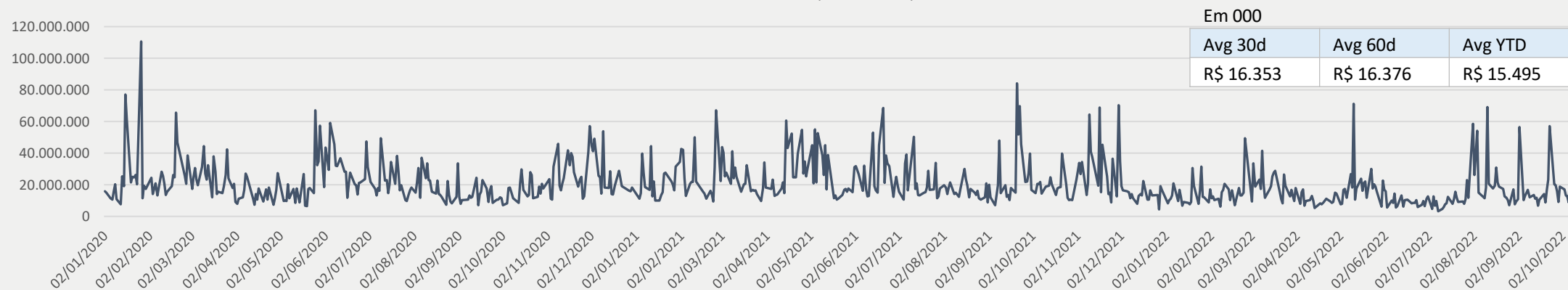
AVG ADTV BKBR3
R\$ 16.000

20% do ADTV	30% do ADTV	40% do ADTV
22,4	14,9	11,2
32,0	21,4	16,0
48,0	32,0	24,0
64,1	42,7	32,0

HOLDER NAME	% Shrs Outs.
RBI	9,4%
VINCI	6,4%
ATMOS	6,2%
FIT PART	5,7%
MUBADALA	5,0%
BELFER	4,8%
BW	4,2%
JP MORGAN	3,8%
MAR (atual)	3,5%
VANGUARD	3,0%

HOLDER NAME	% Shrs Outs.
BTG ABSOLUTO	3,0%
ZAMP (Mgmt)	2,5%
PETROS	1,8%
BOGARI	1,6%
MONEDA	1,4%
VISTA CAPITAL	1,3%
WELLS FARGO	1,3%
BURGUNDY	1,3%
BOFA	1,0%
CALSTERS	1,0%

BKBR3 – ADTV (R\$ Milhões)

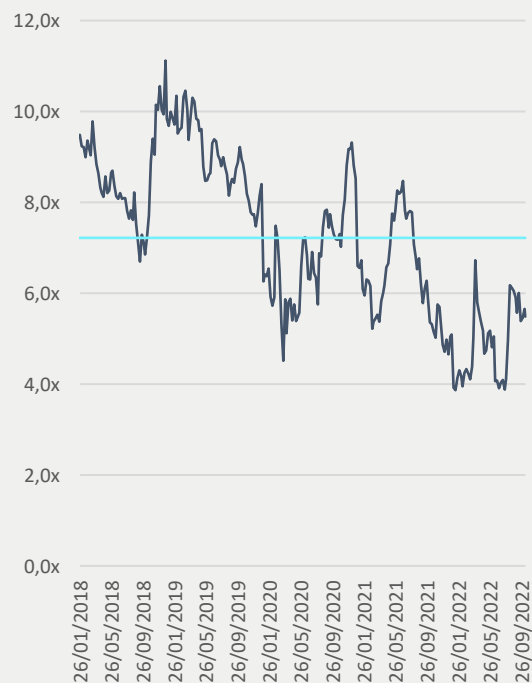


Fonte: Bloomberg, Mar Asset Management.

- Pela amostra de outros players operadores, **parece razoável assumir exit multiple de 7x EBITDA para ZAMP**, o que **conversa com o output do nosso cálculo de múltiplo teórico**, obtido através de expectativas de **ROIC, Earnings Growth e Intensidade de Capital** de ZAMP.
- Mesmo Carrols, com operacional muito ruim, sem growth e balanço bastante alavancado, **parece negociar num floor de 5,5x/6x EBITDA**.

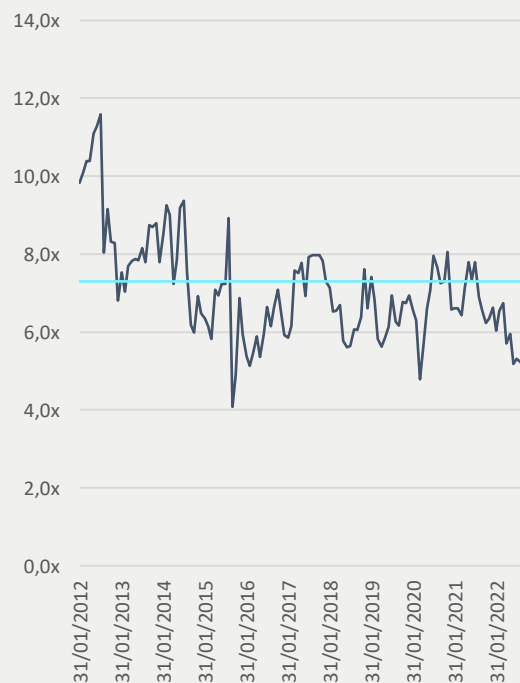


BKBR - EV/EBITDA 1y Fwd

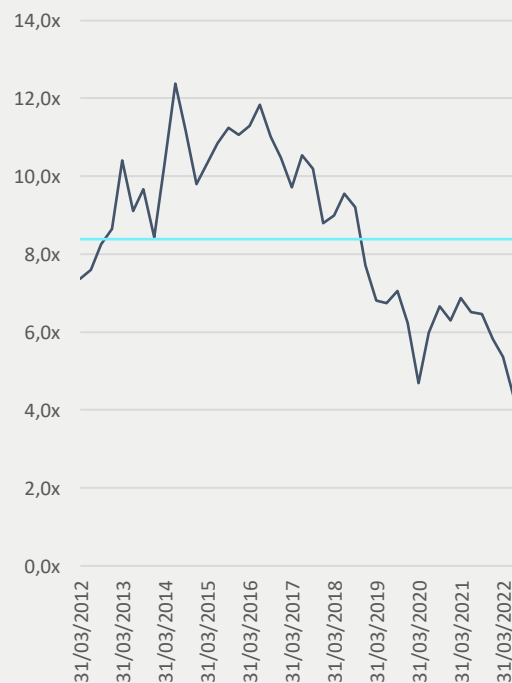


Arcos Dorados

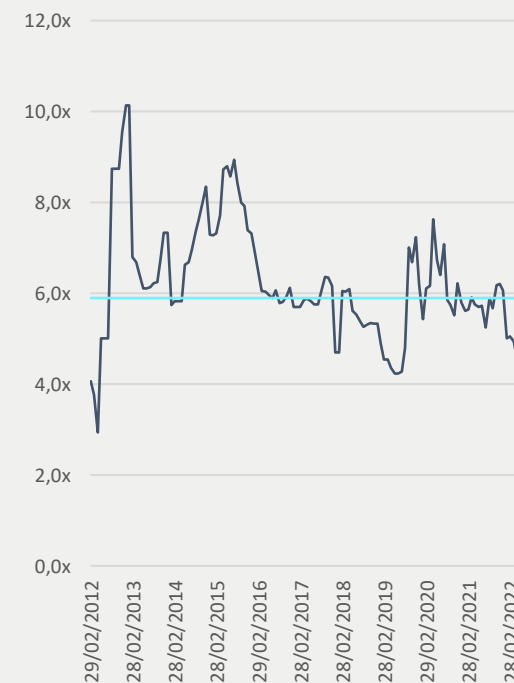
ARCO - EV/EBITDA 1y Fwd



ALSEA - EV/EBITDA 1y Fwd



TAST - EV/EBITDA 1y Fwd



Fonte: Bloomberg, Mar Asset Management.

- Ajustado pelo NPV do prejuízo fiscal, vemos:
  - IRR de 32% | 61% Upside
  - Exit Multiple: 7x EBITDA 2026 | 16x Cash Earnings 2026

BK BRASIL	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
<b>EBITDA Ex IFRS-16</b>	<b>300,4</b>	<b>424,0</b>	<b>543,7</b>	<b>671,7</b>	<b>786,7</b>	<b>885,0</b>	<b>982,4</b>	<b>1.081,0</b>	<b>1.185,1</b>
CapEx Ex- Expansão	-121,3	-143,8	-189,6	-243,3	-274,6	-305,5	-337,9	-371,8	-407,7
Em % da ROL	-3,4%	-3,5%	-3,9%	-4,4%	-4,4%	-4,5%	-4,5%	-4,6%	-4,6%
<b>EBIT Cash</b>	<b>179,1</b>	<b>280,2</b>	<b>354,1</b>	<b>428,4</b>	<b>512,1</b>	<b>579,5</b>	<b>644,5</b>	<b>709,1</b>	<b>777,3</b>
Res. Fin.	-69,3	-120,3	-131,8	-119,5	-118,8	-112,0	-109,7	-107,3	-104,0
<b>EBT Adj.</b>	<b>109,8</b>	<b>159,8</b>	<b>222,3</b>	<b>308,9</b>	<b>393,4</b>	<b>467,5</b>	<b>534,9</b>	<b>601,8</b>	<b>673,4</b>
IR Teórico	-37,3	-54,3	-75,6	-85,0	-108,2	-128,6	-147,1	-165,5	-185,2
Alíquota Efetiva	34,0%	34,0%	34,0%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%
<b>Lucro Adj Teórico</b>	<b>72,5</b>	<b>105,5</b>	<b>146,7</b>	<b>224,0</b>	<b>285,2</b>	<b>338,9</b>	<b>387,8</b>	<b>436,3</b>	<b>488,2</b>
<b>Market Cap</b>	<b>2.065,2</b>	<b>2.065,2</b>	<b>2.065,2</b>	<b>2.065,2</b>	<b>2.065,2</b>	<b>2.065,2</b>	<b>2.065,2</b>	<b>2.065,2</b>	<b>2.065,2</b>
NPV do Prej. Acc.	141,3	141,3	141,3	141,3	141,3	141,3	141,3	141,3	141,3
<b>Market Cap Ajustado</b>	<b>1.923,8</b>	<b>1.923,8</b>	<b>1.923,8</b>	<b>1.923,8</b>	<b>1.923,8</b>	<b>1.923,8</b>	<b>1.923,8</b>	<b>1.923,8</b>	<b>1.923,8</b>
<b>P/E Cash</b>	<b>28,5x</b>	<b>19,6x</b>	14,1x	9,2x	7,2x	6,1x	5,3x	4,7x	4,2x
<b>P/E Cash   NPV PF Acc Adj.</b>	<b>26,5x</b>	<b>18,2x</b>	13,1x	8,6x	6,7x	5,7x	5,0x	4,4x	3,9x

		2025	2026
Exit EV	5.542,56	EV / EBITDA	<b>8,3x</b>   <b>7,0x</b>
Exit Mkt Cap	4.555,74	P/E Cash	<b>20,3x</b>   <b>16,0x</b>

VALUATION	
<b>Market Cap.</b>	<b>BRL 2.065</b>
# Shares Outs.	275,4
ZAMP3 (27 / Out / 22)	BRL 7,50
NPV Prejuízo Fiscal	BRL 141,3
Market Cap. (-) NPV Prej. Fiscal	<b>1.923,8</b>
<b>ZAMP3 (-) NPV Prej. Fiscal</b>	<b>BRL 6,99</b>
<b>Exit Multiple</b>	
<b>EV / EBITDA Teórico</b>	<b>7,0x</b>
Growth	7,0%
ROIC	20,0%
WACC	11,0%
D&A (% EBITDA)	35,0%
Tax Rate (%)	34,0%
<b>Exit Date</b>	<b>4T25</b>
<b>Target Price @ Exit</b>	<b>BRL 16,83</b>
Upside / Downside	140,9%
<b>Target Price @ NPV</b>	<b>BRL 11,26</b>
Upside / Downside	61,2%
<b>TIR Nominal</b>	<b>31,9%</b>
<b>TIR Real</b>	<b>26,8%</b>

Ex IFRS-16	ACTUAL 2019	ACTUAL 2020	ACTUAL 2021	EST. 2022	EST. 2023	EST. 2024	EST. 2025	EST. 2026
<b>DRE   R\$ MM</b>								
<b># Restaurantes - EoP</b>	<b>912</b>	<b>905</b>	<b>945</b>	<b>1.012</b>	<b>1.097</b>	<b>1.182</b>	<b>1.267</b>	<b>1.332</b>
<i>Cresc. YoY</i>	13,4%	-0,8%	4,4%	7,1%	8,4%	7,7%	7,2%	5,1%
<i>Burger King - Próprios</i>	673	659	684	712	752	792	832	857
<i>Burger King - Franquias</i>	198	202	209	228	248	268	288	308
<i>Popeyes - Próprios</i>	41	44	52	72	97	122	147	167
<b>Receita Líquida</b>	<b>2.868,0</b>	<b>2.238,0</b>	<b>2.753,2</b>	<b>3.599,4</b>	<b>4.163,8</b>	<b>4.855,3</b>	<b>5.566,2</b>	<b>6.213,3</b>
<i>Cresc. YoY</i>	22,1%	-22,0%	23,0%	30,7%	15,7%	16,6%	14,6%	11,6%
<b>Lucro Bruto</b>	<b>1.785,1</b>	<b>1.324,0</b>	<b>1.718,6</b>	<b>2.287,0</b>	<b>2.666,1</b>	<b>3.108,7</b>	<b>3.563,7</b>	<b>3.978,1</b>
<i>Cresc. YoY</i>	22,5%	-25,8%	29,8%	33,1%	16,6%	16,6%	14,6%	11,6%
<i>Margem</i>	62,2%	59,2%	62,4%	63,5%	64,0%	64,0%	64,0%	64,0%
<b>EBITDA 4-Wall</b>	<b>433,8</b>	<b>-7,8</b>	<b>191,2</b>	<b>503,8</b>	<b>653,2</b>	<b>792,6</b>	<b>939,8</b>	<b>1.064,7</b>
<i>Cresc. YoY</i>	16,5%	-101,8%	-2537,2%	163,5%	29,7%	21,3%	18,6%	13,3%
<i>Margem</i>	15,1%	-0,4%	6,9%	14,0%	15,7%	16,3%	16,9%	17,1%
<b>EBITDA Ajustado</b>	<b>307,9</b>	<b>-144,3</b>	<b>39,6</b>	<b>300,4</b>	<b>424,0</b>	<b>543,7</b>	<b>671,7</b>	<b>786,7</b>
<i>Cresc. YoY</i>	12,4%	-146,9%	-127,5%	657,9%	41,1%	28,2%	23,6%	17,1%
<i>Margem</i>	10,7%	-6,4%	1,4%	8,3%	10,2%	11,2%	12,1%	12,7%
<b>Lucro Líquido</b>	<b>83,2</b>	<b>-415,3</b>	<b>-251,5</b>	<b>-64,2</b>	<b>6,1</b>	<b>79,6</b>	<b>154,8</b>	<b>212,3</b>
<i>Cresc. YoY</i>	-35,2%	-599,3%	-39,4%	-74,5%	-109,6%	1195,1%	94,4%	37,2%
<i>Margem</i>	2,9%	-18,6%	-9,1%	-1,8%	0,1%	1,6%	2,8%	3,4%

Ex IFRS-16	ACTUAL 2019	ACTUAL 2020	ACTUAL 2021	EST. 2022	EST. 2023	EST. 2024	EST. 2025	EST. 2026
<b>DFC   R\$ MM</b>								
<b>EBITDA Ajustado</b>	<b>307,9</b>	<b>-144,3</b>	<b>39,6</b>	<b>300,4</b>	<b>424,0</b>	<b>543,7</b>	<b>671,7</b>	<b>786,7</b>
( - ) Imposto sobre Resultado	-9,3	0,0	-0,9	-29,5	-18,1	-29,9	-55,7	-77,9
( - ) Δ Capital de Giro	26,7	-142,2	-18,9	-46,2	-36,5	-18,8	-19,1	-15,9
( - ) Outros Ajustes	-72,3	-18,0	-45,1	-14,9	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>( = ) Fluxo de Caixa Operacional</b>	<b>252,9</b>	<b>-304,5</b>	<b>-25,2</b>	<b>209,7</b>	<b>369,4</b>	<b>495,0</b>	<b>597,0</b>	<b>693,0</b>
<b>( - ) CapEx</b>	<b>-473,2</b>	<b>-279,8</b>	<b>-270,5</b>	<b>-356,6</b>	<b>-397,1</b>	<b>-487,4</b>	<b>-553,1</b>	<b>-487,8</b>
<i>EBITDA - CapEx</i>	-165,3	-424,1	-230,9	-56,2	26,9	56,2	118,6	298,9
<i>CapEx em % ROL</i>	-16,5%	-12,5%	-9,8%	-9,9%	-9,5%	-10,0%	-9,9%	-7,9%
( - ) Resultado Financeiro	-7,8	-19,9	-33,7	-69,3	-120,3	-131,8	-119,5	-118,8
( - ) Captação   Amort. Dívida	240,8	310,9	-40,5	264,8	0,0	0,0	250,0	0,0
<b>( = ) Fluxo de Caixa Firma</b>	<b>12,7</b>	<b>-293,3</b>	<b>-370,0</b>	<b>48,7</b>	<b>-148,1</b>	<b>-124,3</b>	<b>174,4</b>	<b>86,4</b>
( - ) Dividendos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-79,6	-116,1
( - ) Aumento de K   Buyback	0,0	510,0	0,0	-20,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>( = ) Fluxo de Caixa Livre</b>	<b>12,7</b>	<b>216,7</b>	<b>-370,0</b>	<b>28,7</b>	<b>-148,1</b>	<b>-124,3</b>	<b>94,8</b>	<b>-29,6</b>
<i>Cresc. YoY</i>	-102,2%	1599,6%	-270,7%	-107,7%	-616,6%	-16,1%	-176,3%	-131,3%
<b>ESTRUTURA DE CAPITAL</b>								
<b>Equity Value   Market Cap.</b>	<b>2.065,2</b>	<b>2.065,2</b>	<b>2.065,2</b>	<b>2.065,2</b>	<b>2.065,2</b>	<b>2.065,2</b>	<b>2.065,2</b>	<b>2.065,2</b>
Dívida Bruta	519,9	830,8	790,3	1.055,1	1.055,1	1.055,1	1.305,1	1.305,1
Caixa	604,1	820,8	450,8	495,8	347,7	223,5	318,3	288,6
<b>Dívida Líquida</b>	<b>-84,2</b>	<b>10,0</b>	<b>339,5</b>	<b>559,3</b>	<b>707,4</b>	<b>831,6</b>	<b>986,8</b>	<b>1.016,5</b>
<b>Enterprise Value</b>	<b>1.981,0</b>	<b>2.075,2</b>	<b>2.404,6</b>	<b>2.624,5</b>	<b>2.772,6</b>	<b>2.896,8</b>	<b>3.052,0</b>	<b>3.081,6</b>
<b>MÚTIPLoS E RENTABILIDADE</b>								
<b>EV / EBITDA</b>				<b>8,7x</b>	<b>6,5x</b>	<b>5,3x</b>	<b>4,5x</b>	<b>3,9x</b>
<b>P / E</b>				<b>-32,2x</b>	<b>336,1x</b>	<b>25,9x</b>	<b>13,3x</b>	<b>9,7x</b>
<b>P / E Cash   NPV PF Adjusted</b>				<b>26,5x</b>	<b>18,2x</b>	<b>13,1x</b>	<b>8,6x</b>	<b>6,7x</b>
<b>Alavancagem</b>	<b>-0,3x</b>	<b>-0,1x</b>	<b>8,6x</b>	<b>1,9x</b>	<b>1,7x</b>	<b>1,5x</b>	<b>1,5x</b>	<b>1,3x</b>
<b>ROIC</b>				<b>0,9%</b>	<b>5,4%</b>	<b>8,3%</b>	<b>9,7%</b>	<b>11,1%</b>
<b>ROIC Cash</b>					<b>7,9%</b>	<b>9,1%</b>	<b>11,0%</b>	<b>12,5%</b>

- Empresa negocia a **2,5% de prêmio sobre o custo de reposição.**
- **1,4x P/Book**

Tipo de Restaurante	Unidades	CapEx / Unidade	Custo de Reposição
Shopping	470	R\$ 2,75	R\$ 1.292,5
Free Standing	188	R\$ 4,50	R\$ 846,0
In Line	29	R\$ 3,00	R\$ 87,0
<b>Total BK</b>	<b>687</b>	<b>R\$ 3,24</b>	<b>R\$ 2.225,5</b>
Pepeyes	53	R\$ 2,50	R\$ 132,5
<b>Total BKB</b>	<b>740</b>	<b>R\$ 3,19</b>	<b>R\$ 2.358,0</b>

# Shares BKBR3 Outs.	275,4
Share Price	R\$ 7,50

<b>Market Cap.</b>	<b>R\$ 2.065,2</b>
<b>NPV PF Acumulado</b>	<b>R\$ 141,3</b>
<b>Market Cap. (-) NPV PF</b>	<b>R\$ 1.923,8</b>

2Q22 Dívida Bruta	R\$ 1.055,1
2Q22 Caixa	R\$ 563,9
<b>Dívida Líquida</b>	<b>R\$ 491,2</b>

<b>Enterprise Value</b>	<b>R\$ 2.415,0</b>
-------------------------	--------------------

Premium to Replacement Cost **2,4%**



• **Premissas:**

- **Novas safras Free Standings abertas com 15% de desconto para a venda média atual;**
- **Shoppings não recuperam nada de fluxo, venda média das Food Courts cresce à inflação;**
- **Margem bruta flat vs patamar atual;**
- **Despesa Pessoal Lojas cresce menos (componente variável da remuneração lojas);**
- **Múltiplo de saída 5,7x EBITDA, múltiplo equivalente ao P/E Cash do Cenário Base;**

BK BRASIL	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EBITDA Ex IFRS-16	300,4	344,9	420,6	503,4	590,4	673,0	755,4	839,5	929,8
CapEx Ex- Expansão	-121,3	-140,2	-183,1	-233,8	-262,8	-292,2	-323,0	-355,2	-389,3
Em % da ROL	-3,4%	-3,5%	-4,0%	-4,5%	-4,6%	-4,6%	-4,7%	-4,8%	-4,8%
EBIT Cash	179,1	204,7	237,6	269,6	327,6	380,8	432,4	484,3	540,5
Res. Fin.	-69,3	-122,7	-142,3	-138,5	-141,7	-139,5	-147,7	-184,9	-192,5
EBT Adj.	109,8	82,0	95,3	131,1	185,8	241,3	284,7	299,4	348,0
IR Teórico	-37,3	-27,9	-32,4	-36,0	-51,1	-66,4	-78,3	-82,3	-95,7
Alíquota Efetiva	34,0%	34,0%	34,0%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%	27,5%
Lucro Adj Teórico	72,5	54,1	62,9	95,0	134,7	174,9	206,4	217,1	252,3
<b>Market Cap</b>	<b>2.065,2</b>	<b>2.065,2</b>	<b>2.065,2</b>	<b>2.065,2</b>	<b>2.065,2</b>	<b>2.065,2</b>	<b>2.065,2</b>	<b>2.065,2</b>	<b>2.065,2</b>
NPV do Prej. Acc.	89,0	89,0	89,0	89,0	89,0	89,0	89,0	89,0	89,0
<b>Market Cap Ajustado</b>	<b>1.976,1</b>	<b>1.976,1</b>	<b>1.976,1</b>	<b>1.976,1</b>	<b>1.976,1</b>	<b>1.976,1</b>	<b>1.976,1</b>	<b>1.976,1</b>	<b>1.976,1</b>
<b>P/E Cash</b>	<b>28,5x</b>	<b>38,1x</b>	32,8x	21,7x	15,3x	11,8x	10,0x	9,5x	8,2x
<b>P/E Cash   NPV PF Acc Adj.</b>	<b>27,3x</b>	<b>36,5x</b>	31,4x	20,8x	14,7x	11,3x	9,6x	9,1x	7,8x

VALUATION	
<b>Market Cap.</b>	<b>BRL 2.065</b>
# Shares Outs.	275,4
ZAMP3 (27 / Out / 22)	BRL 7,50
NPV Prejuízo Fiscal	BRL 89,0
Market Cap. (-) NPV Prej. Fiscal	1.976,1
<b>ZAMP3 (-) NPV Prej. Fiscal</b>	<b>BRL 7,18</b>
<b>Exit Multiple</b>	
EV / EBITDA Teórico	5,7x
Growth	7,0%
ROIC	15,0%
WACC	11,0%
D&A (% EBITDA)	35,0%
Tax Rate (%)	34,0%
<b>Exit Date</b>	<b>4T25</b>
<b>Target Price @ Exit</b>	<b>BRL 7,87</b>
Upside / Downside	9,7%
<b>Target Price @ NPV</b>	<b>BRL 5,27</b>
Downside	-26,6%
<b>TIR Nominal</b>	<b>3,0%</b>
<b>TIR Real</b>	<b>-1,0%</b>

			2025	2026
Exit EV	3.377,15	EV / EBITDA	6,7x	5,7x
Exit Mkt Cap	2.167,95	P/E Cash	22,8x	16,1x

# SUMÁRIO

TESE  
VALOR  
**APÊNDICE**

- Zamp é uma plataforma de marcas de restaurante, maior operador de restaurantes do Brasil, hoje detentora do MFDA no Brasil das marcas Burger King e Popeyes Louisiana Kitchens.

**CONSTRUINDO A FUNDAÇÃO (2011 – 2013)**

- Atração das pessoas certas
- Abertura líquida de 149 restaurantes próprios
- Aquisição de 41 restaurantes (1 franqueado)
- Implementação do SAP
- Primeira emissão de debêntures – R\$150 mm



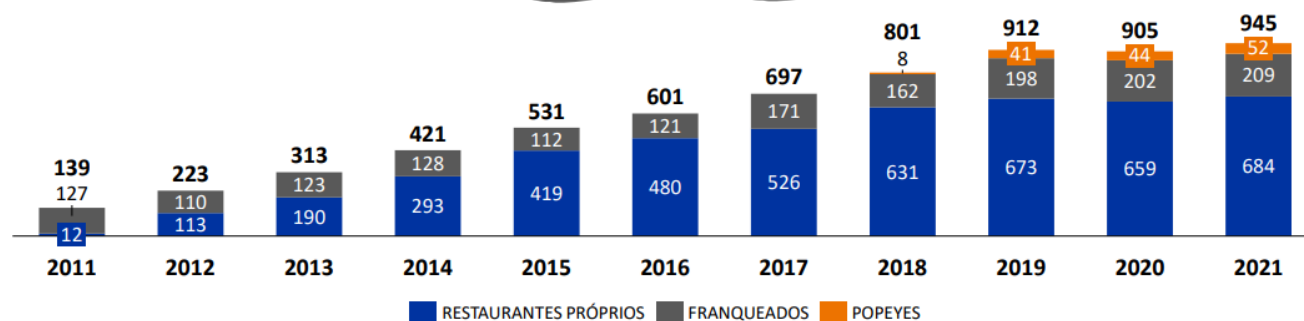
**GANHANDO ESCALA (2014 – 2016)**

- Abertura líquida de 240 restaurantes próprios
- Aquisição de 50 restaurantes (4 franqueados)
- Expansão para novas regiões
- Projeto de sub franquias
- Maior foco em eficiência operacional
- Duas emissões de CRA(1) totalizando R\$300 mm



**MELHORIA CONTÍNUA (2017 em diante)**

- IPO na B3 (Novo Mercado), com aumento de capital de R\$0,8 bilhão
- Aquisição de 1 franqueado com 51 restaurantes e 20 quiosques de sobremesas
- Nova plataforma PDV
- Roll-out de novas plataformas: aplicativo para celular, delivery, totem de autoatendimento
- Foco crescente em abertura de free standings e quiosques de sobremesa
- Direito exclusivo de desenvolver, franquear e operar restaurantes POPEYES® no Brasil por 20 anos



## RESUMO DOS ECONOMICS DO MFDA

### BK CORPORATION



- Royalties sobre vendas líquidas
- Fee da franquia por abertura
- Royalties sobre vendas líquidas
- Fee da franquia por abertura
- Royalties sobre vendas líquidas
- Fee da franquia por abertura

### LEGADO DE FRANQUEADOS

(Pré 2011)<sup>1</sup>



- Fee do serviço sobre vendas líquidas

### BK BRASIL



### SUBFRANQUEADOS

(Pós 2016)



- Royalties sobre vendas líquidas
- Fee da franquia por abertura

## PRINCIPAIS ASPECTOS DO MFDA

### BKB ESTÁ INTEIRAMENTE COMPROMETIDO COM O MFDA

#### DIREITOS

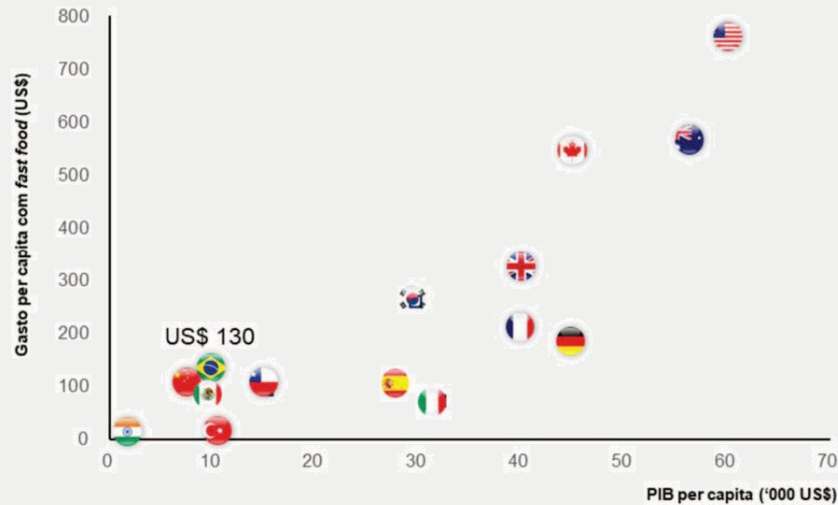
- Um **acordo de MFDA de 20 anos** com BKC: assinado em 2011 e pode ser estendido por mais 20 anos
- **Direito exclusivo de desenvolver, abrir e operar** os restaurantes do Burger King no Brasil
- **Direito de gerenciar o fundo de marketing** no Brasil
- **Direito de estabelecer itens de menu requeridos e opcionais**, uma vez que todos os itens *Core* do Menu são oferecidos e todos os produtos / fornecedores são aprovados pelo BKC
- **BKB detém a possibilidade de operar outras marcas no Brasil** que não ofereçam hambúrguer ou sanduíche como componente principal de sua receita bruta

#### OBRIGAÇÕES

- **Metas de números mínimos de restaurantes** a serem construídos e operados

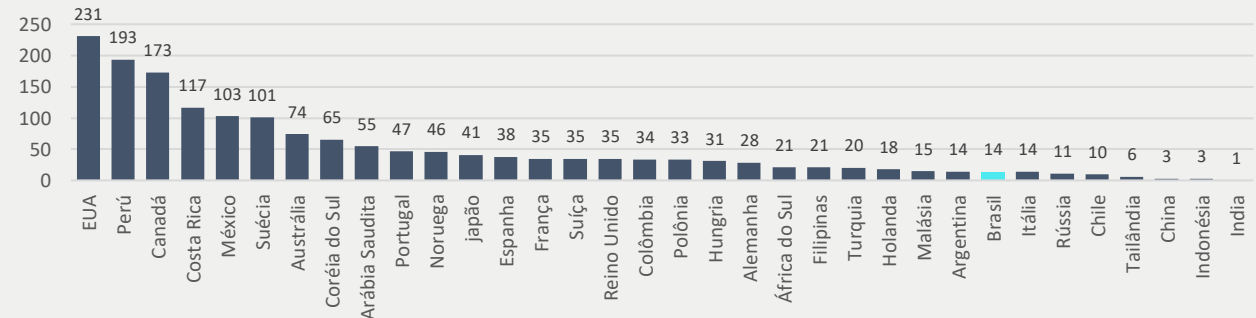
- A oportunidade de crescimento ainda parece grande: O Brasil é um país bastante aderente de cultura americanóide mas não se reflete na penetração de burger fast food no país.
- Anda que o consumo de fast food seja uma função da renda per capita, o potencial de ganho de share de Burger fast food no Brasil ainda nos parece grande.

**Consumo per capita com fast food vs PIB per capita (2017)**

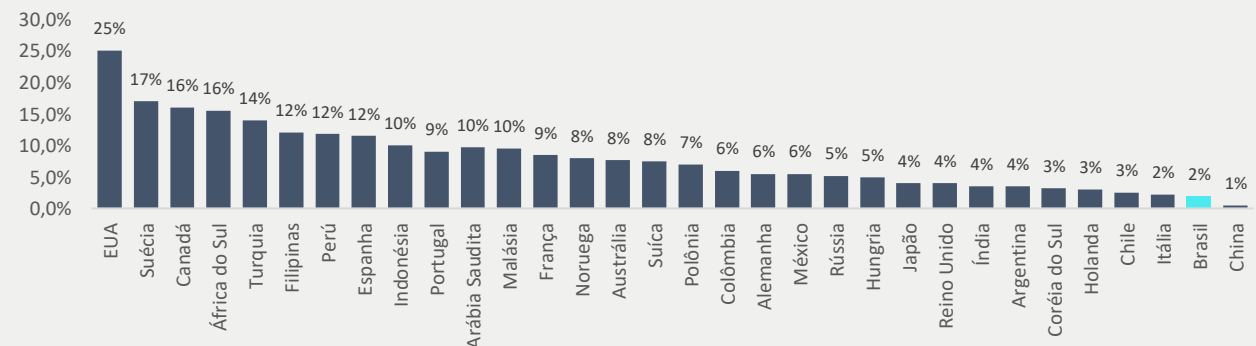


Fonte: Companhia, com base em dados da Euromonitor International.  
 Nota: Considera valores RSP (Retail Sale Price) em termos nominais e câmbio variável ano a ano.

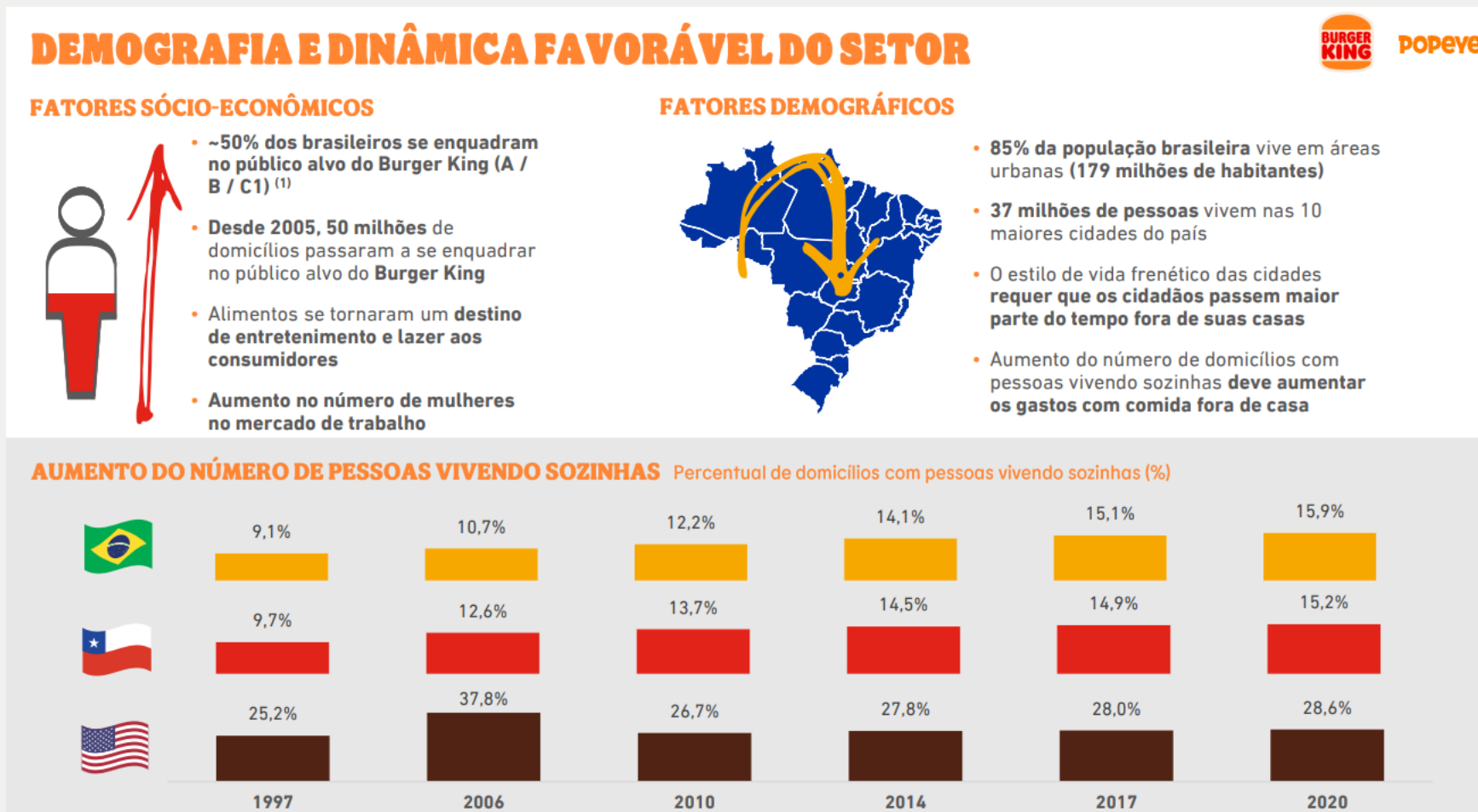
**Restaurantes Burger Fast Food por Milhão de Habitantes**



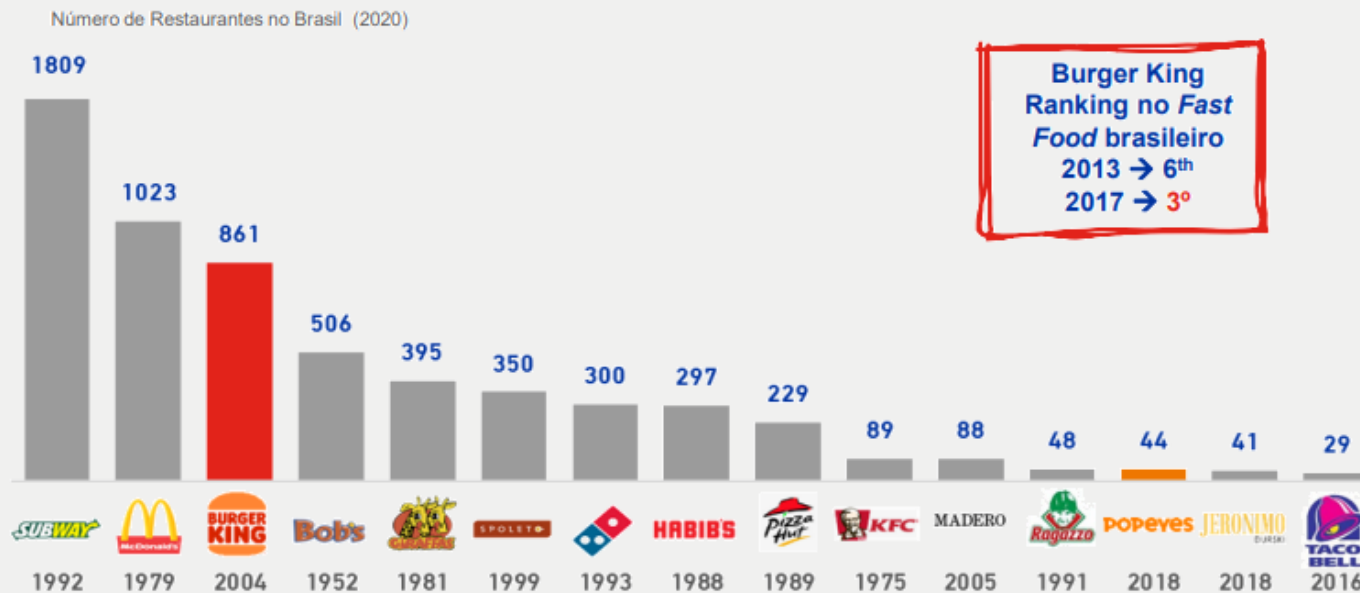
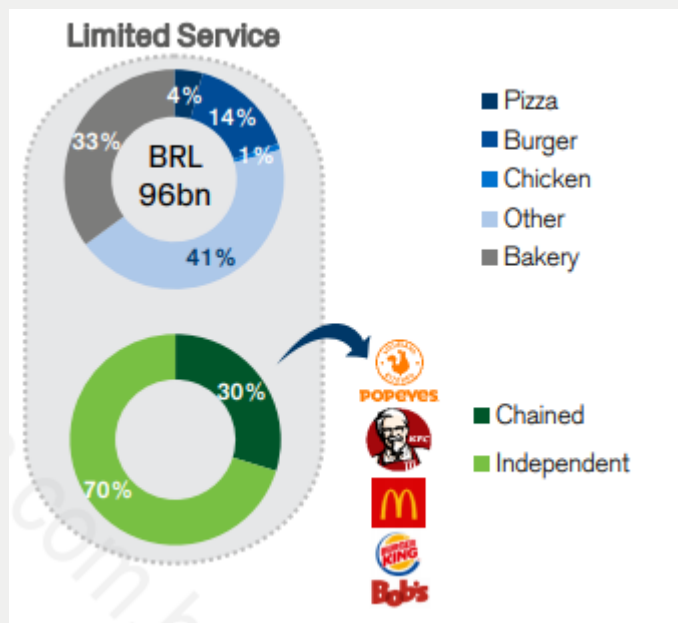
**Penetração Burger Fast Food em Fast Food Consolidado - 2019**



- Adensamento urbano e aumento de pessoas vivendo sozinhas são drivers que deveriam impulsionar consumo de alimentos OOH.



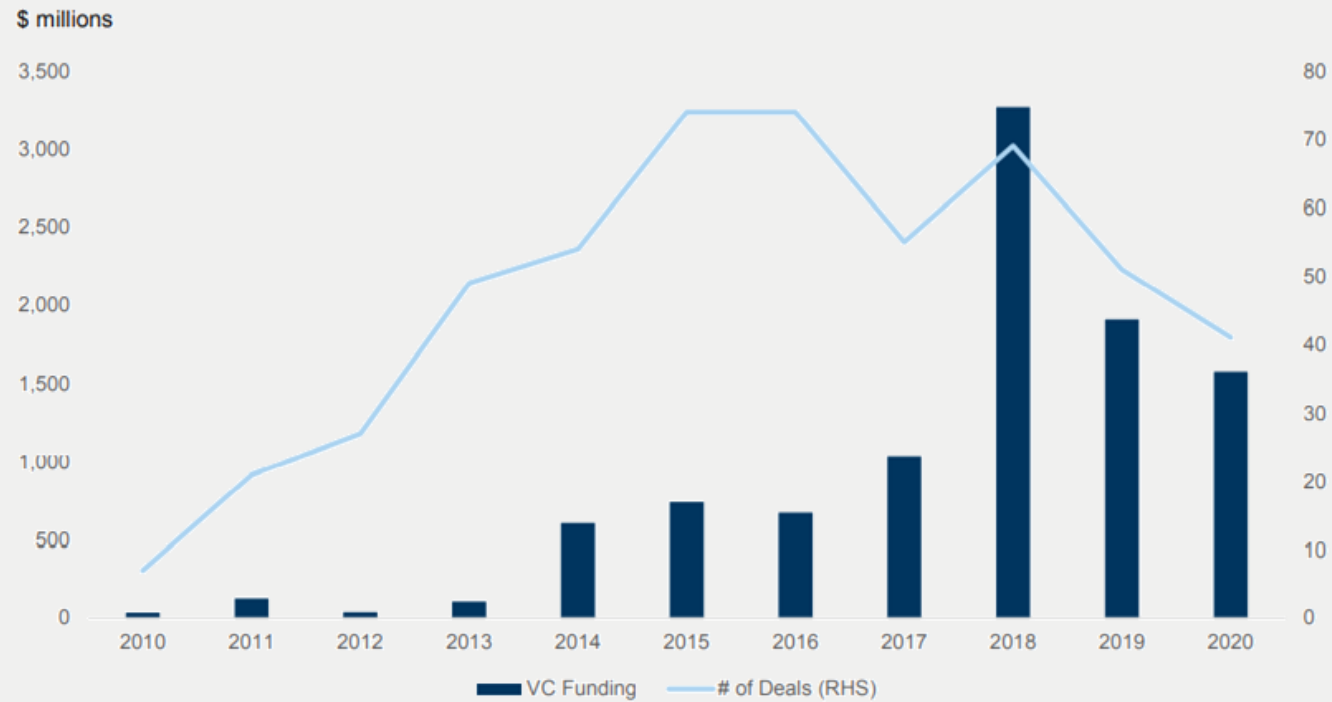
- Indústria de Fast Food é fragmentada no Brasil: **Cadeias de Restaurante representam apenas 30% do faturamento total.**
  - **Deveríamos seguir vendo o ganho de share de Burger Fast Food (representado por BK e MCD majoritariamente) aumentar o % de vendas oriundas de cadeias.** No US, redes de restaurantes representam **75% do TAM de Fast Food.**
- Diferente de países desenvolvidos, onde a competição é acirrada, com pelo menos 5 players operando em cada sub-segmento de Fast Food, **Brasil ambiente competitivo é muito mais soft.**
  - Burger: MCD e BK, Bob's muito menor;
  - Chicken: KFC (IMC perdeu MFDA) e PLK;
  - Pizza: Dominos e Pizza Hut;



Fonte: Formulário de Referência ZAMP, Mar Asset Management

- Nível de VC funding em Food Delivery aumentou consideravelmente nos últimos anos (pico em 2018).

**Exhibit 21: VC Funding in US Food delivery (Grocery & Meals)**  
\$ millions; VC-backed deals





<sup>1</sup> CB Insights, Goldman Sachs, Mar Asset Management



**ZAMP**

## ECOSSISTEMA DIGITAL

-  **1. CRM**
  - Alcançamos 36% do total de transações identificadas
  - 13,2 milhões de usuários cadastrados em nosso CRM
-  **2. APP**
  - Aumento de 432% de representatividade das vendas totais da Cia vs. o 2T21
-  **3. TOTEM**
  - 16,5% das vendas da Cia.
  - >500 restaurantes no 2T22
-  **4. DELIVERY**
  - 13% das vendas totais da cia
  - ~70% de nossas operações cobertas pelo nosso delivery híbrido ou 1P
-  **5. CLUBE BK**
  - 7,0 milhões de inscritos
  - 28% da venda total da Cia

Fonte: ZAMP

10

- ZAMP hoje é uma True Corporation, sem acionistas de referência.

## BASE ACIONÁRIA (15/ago)

HOLDER NAME	% Shrs Outs.	HOLDER NAME	% Shrs Outs.
RBI	9,4%	BTG ABSOLUTO	3,0%
VINCI	6,4%	ZAMP (Mgmt)	2,5%
ATMOS	6,2%	PETROS	1,8%
FIT PART	5,7%	BOGARI	1,6%
MUBADALA	5,0%	MONEDA	1,4%
BELFER	4,8%	VISTA CAPITAL	1,3%
BW	4,2%	WELLS FARGO	1,3%
JP MORGAN	3,8%	BURGUNDY	1,3%
MAR	3,5%	BOFA	1,0%
VANGUARD	3,0%	CALSTERS	1,0%

## CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

**MARCOS GRODETZKY**  
Chairman



**THIAGO SANTELMO**  
Board Member | Suplente do Joshua Kobza



**ANNA CHAIA**  
Board Member | Independente



**RICARDO WAJNBERG**  
Board Member | Independente



**IURI MIRANDA**  
Board Member | Former CEO

**PEDRO DREVN**  
Board Member | Independente



**PAULA BELLIZIA**  
Board Member | Independente



**HENRIQUE LUZ**  
Board Member | Independente



➔ **Conselheiro Interino após renúncia da Paula Bellizia. Planejam elegê-lo na próxima AGO.**

## DIRETORIA:

NOME	CARGO	DATA DE ELEIÇÃO	TÉRMINO DO MANDATO
Gabriel Magalhães da Rocha Guimarães	Diretor Vice-Presidente Financeiro e de Relações com Investidores	15/07/2022	14/07/2024
Ariel Grunkraut <b>(Atual CEO)</b>	Diretor Vice-Presidente de Marketing, Vendas e Tecnologia	15/07/2022	14/07/2024
Fabio Chaves de Arruda Alves	Diretor Vice-Presidente de Engenharia e Expansão	15/07/2022	14/07/2024
Marcia Cristine Ribeirete Baena	Diretora Vice-Presidente de Gente e Gestão	15/07/2022	14/07/2024
Danillo Toledo Gomes	Diretor Vice-Presidente de Operações	15/07/2022	14/07/2024
Juliana Improta Cury Simon	Diretora Vice-Presidente de Marketing e Vendas	27/07/2023	14/07/2024

- Revisaram o mix de remuneração dos executivos, com redução do bonus ICP (Bonus pautado em metas de curto prazo) e redistribuindo entre o componente fixo e o ILP (Incentivo de Longo Prazo).
- **Novidades: Aumentaram componente fixo da remuneração, mas incluíram no ILP metas de FCO e ROIC.**
- **Do ILP (40% do comp) PSU hoje em 50% e em 3 anos 70% do bonus.**



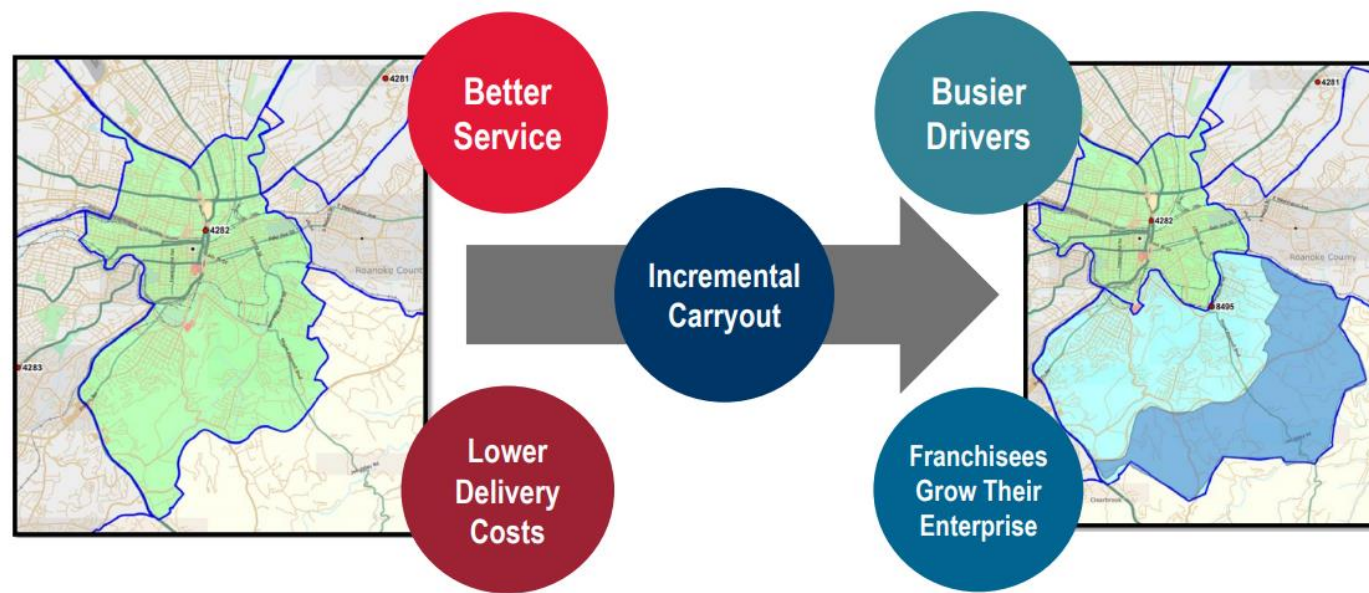
DIRETORIA EXECUTIVA	2022E FY	2022E FY	2021A FY	2021A FY
	BK BRASIL	IMC	CHIPOTLE	STARBUCKS
REMUNERAÇÃO FIXA	28,5%	45,0%	10,5%	13,1%
REMUNERAÇÃO VARIÁVEL   BONUS CASH	24,5%	36,2%	24,1%	16,4%
REMUNERAÇÃO VARIÁVEL   AÇÕES E SOP	47,0%	18,9%	65,5%	70,5%
REMUNERAÇÃO TOTAL   VALOR	R\$ 28.354	R\$ 25.572	\$38.564	\$55.835
RECEITA LÍQUIDA	R\$ 3.589.279	R\$ 2.215.000	\$7.547.200	\$29.060.600
REMUNERAÇÃO EXECUTIVOS / ROL	0,79%	1,15%	0,51%	0,19%

QUADRO RESUMO PLANO ILP	AÇÕES PERFORMANCE VIRTUAIS	AÇÕES RESTRITAS VIRTUAIS
<b>METAS DE PERFORMANCE</b>	ROIC e FCO	N/A
<b>MIX ENTRE PLANOS</b>	Ano 01	50%
	Ano 02	60%
	Ano 03	70%
<b>VESTING</b>	Ano 01	0%
	Ano 02	0%
	Ano 03	100%
<b>ELASTICIDADE POR PLANO</b>	Pagamento mín.	0%
	Pagamento máx.	120%
<b>ELASTICIDADE DO PROGRAMA</b>	Total mín.	Ano 01: 50% - Ano 02: 40% - Ano 03: 30%
	Total máx.	Ano 01: 110% - Ano 02: 112% - Ano 03: 114%
<b>CUSTO DO PLANO</b>	Alvo	R\$ 53.919.109,00
	Máximo	R\$ 60.047.898,00
<b>NÚMERO DE AÇÕES LÍQUIDAS DE IMPOSTO</b>	Alvo	3.704.094
	Máximo	4.130.332
<b>DILUIÇÃO DO PROGRAMA</b>	Total (atingimento alvo)	1,35%
	Total (atingimento máx)	1,50%
	Impacto overperformance	0,15%
<b>OUTROS DADOS RELEVANTES</b>		
<b>APROVAÇÃO</b>	Condicional à aprovação na AGOE de 29/04/22	
<b>INÍCIO E VIGÊNCIA DO PLANO</b>	Após a aprovação 2022 A 2027	
<b>OUTORGAS</b>	2022, 2023 e 2024	
<b>CONDIÇÕES DE PERFORMANCE</b>	Performance máxima	Mediante superação dos indicadores de performance e manutenção do vínculo com a Cia
	Performance mínima	Mediante atingimento do % mínimo definido para as metas do Programa
<b>ELEGÍVEIS</b>	Diretoria e outros executivos aprovados pelo C.A.	



- A estratégia de “Fortressing” consiste no foco em ter capilaridade, aumentar o adensamento e com isso ampliar a zona de cobertura (nuvem de delivery), atingindo mais consumidores, melhorando nível de serviço e movimento defensivo vs possível concorrência.
- Esse tipo de movimento tende a redimensionar os planos de expansão do BK. Repensar o footprint.

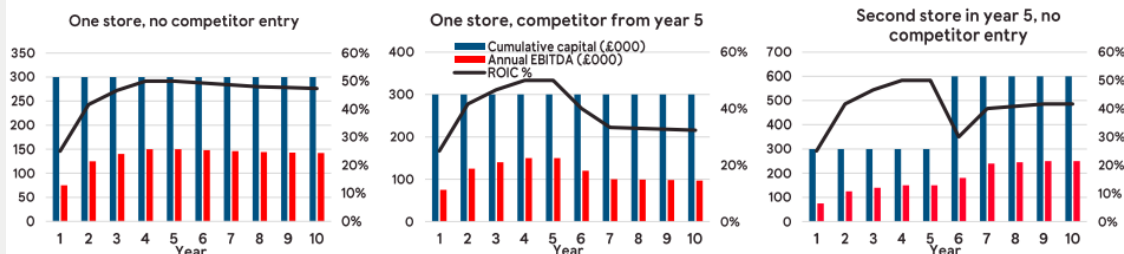
## FORTRESSING PROVIDES PROFITABLE GROWTH OPPORTUNITIES





- O “Split” se mostrou net incremental em vendas, aumentando o AUV médio da região (Exemplo Dominos UK).
- Dificulta a entrada de competidor na área de influência e protege retorno sobre o capital.

## SPLITTING IS AN ECONOMICALLY RATIONAL CHOICE

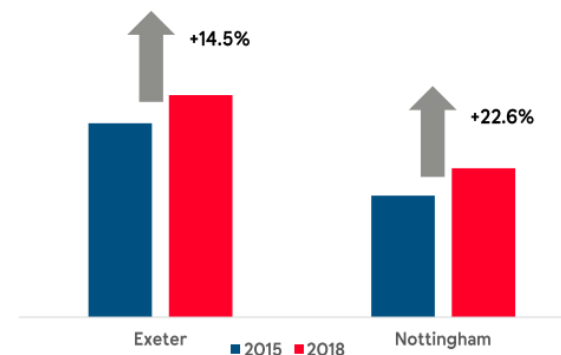


- In a perfect world, a store could make steady state EBITDA and ROIC at maturity...
- ...but high returns attract competition
- Significant risk of value loss from not fortressing
- Splitting increases EBITDA, protects ROIC longer term, and significantly enhances capital value

All figures are approximate and for illustration only



## SIGNIFICANT FORTRESSING EFFECT ON AWUS



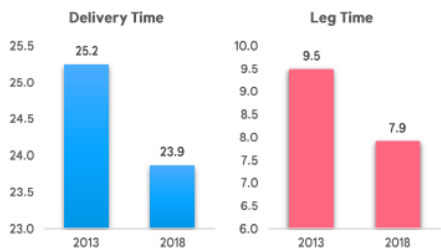
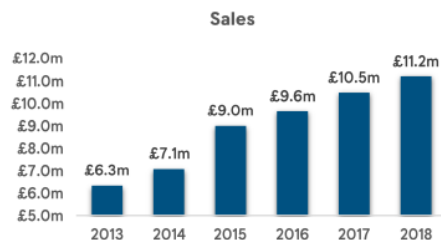
- AWUS per store in fortress towns significantly outperforms the UK as a whole, post splits
- Much harder for competitors to make inroads





- Exemplos no UK.

## NOTTINGHAM

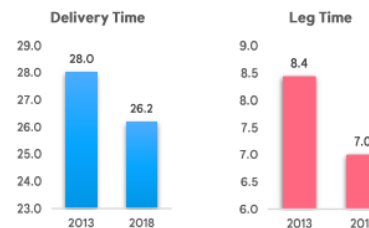
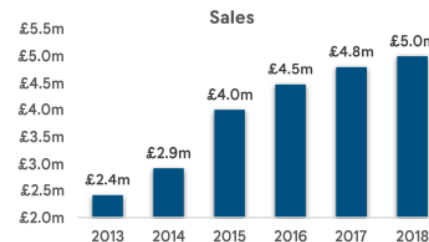


- Nottingham increased from 6 to 10 store 2013-2015
- 2018 sales +76.8% vs 2013
- ASPA improved by 51.3%
- Significant service improvements in the area, mainly from reduced leg time



52

## EXETER



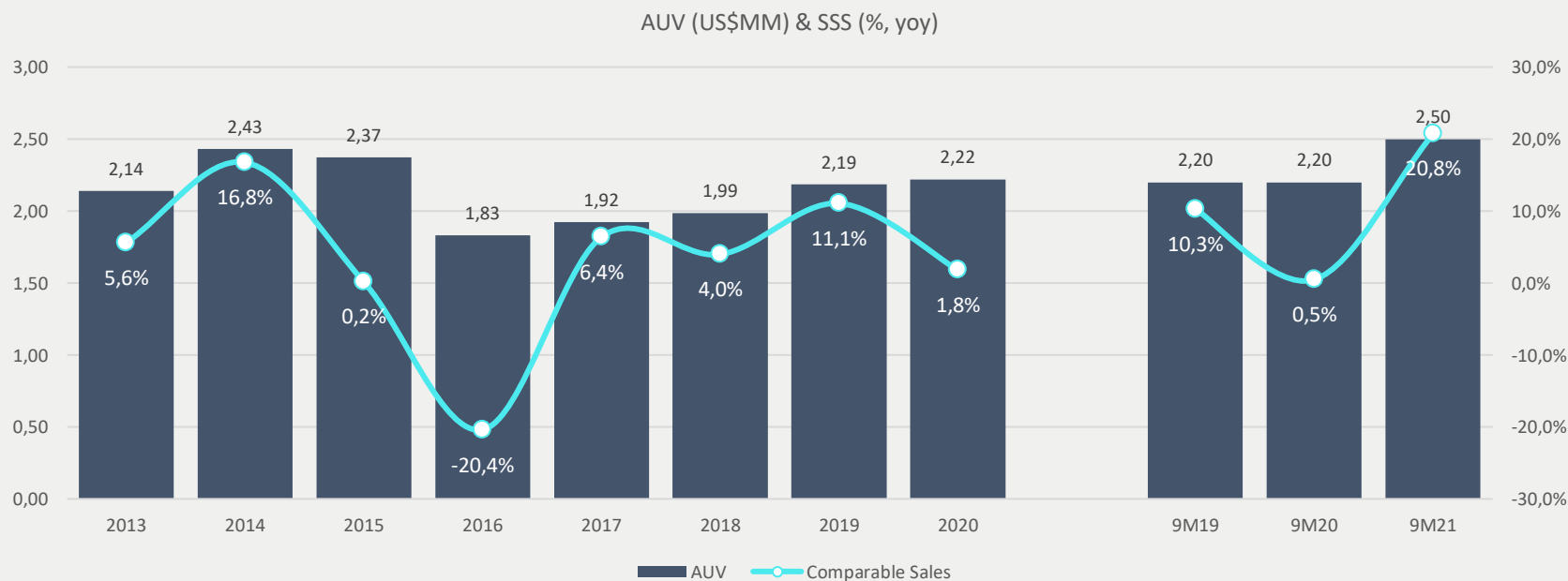
- Exeter increased from one to three stores 2014-2015
- 2018 sales +106.5% vs 2013
- ASPA improved by 59.4%
- Significant service improvements in the area, mainly from reduced leg time



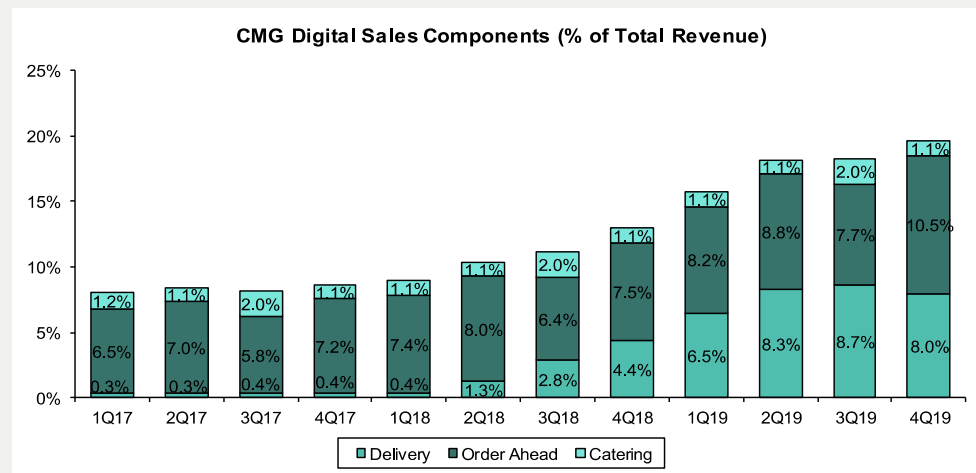
51



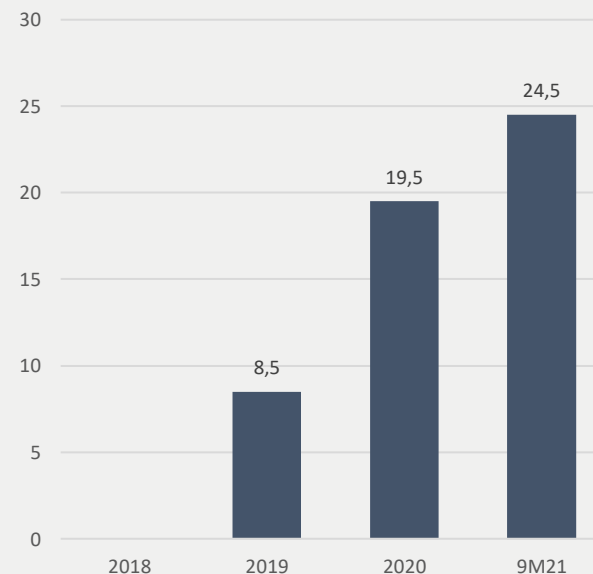
- História da Chipotle **nos chama a atenção**. Após um evento sanitário em 2016 em que a empresa viu seu AUV cair -23%, **os anos subsequentes foram marcados por outperformance operacional**.
- Os 5 pilares de foco da companhia foram: (i) Construção de marca; (ii) Inovação de Menu; (iii) **Digital Capabilities**; (iv) **Loyalty**; (v) Eficiência na Operação dos restaurantes;
- A junção do **footprint de lojas majoritariamente Free Standing** com a **construção do arcabouço digital** (os investimentos começaram em 2016/2017) foram fundamentais para a recomposição dos volumes médios de venda. YTD2021 já entregam AUV acima do high histórico (2014) e SSS +20%!.
- **Estratégia Digital: CRM, Loyalty, Order Ahead, Delivery**



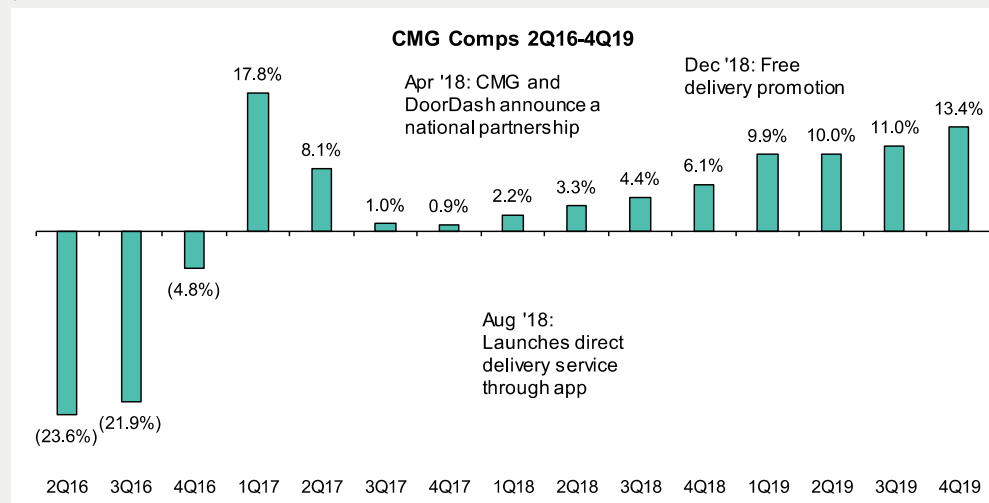
**EXHIBIT 18: Chipotle's significant delivery lift reflects effective marketing and promotion, strong value, high quality (speed and food quality), and a receptive customer base**



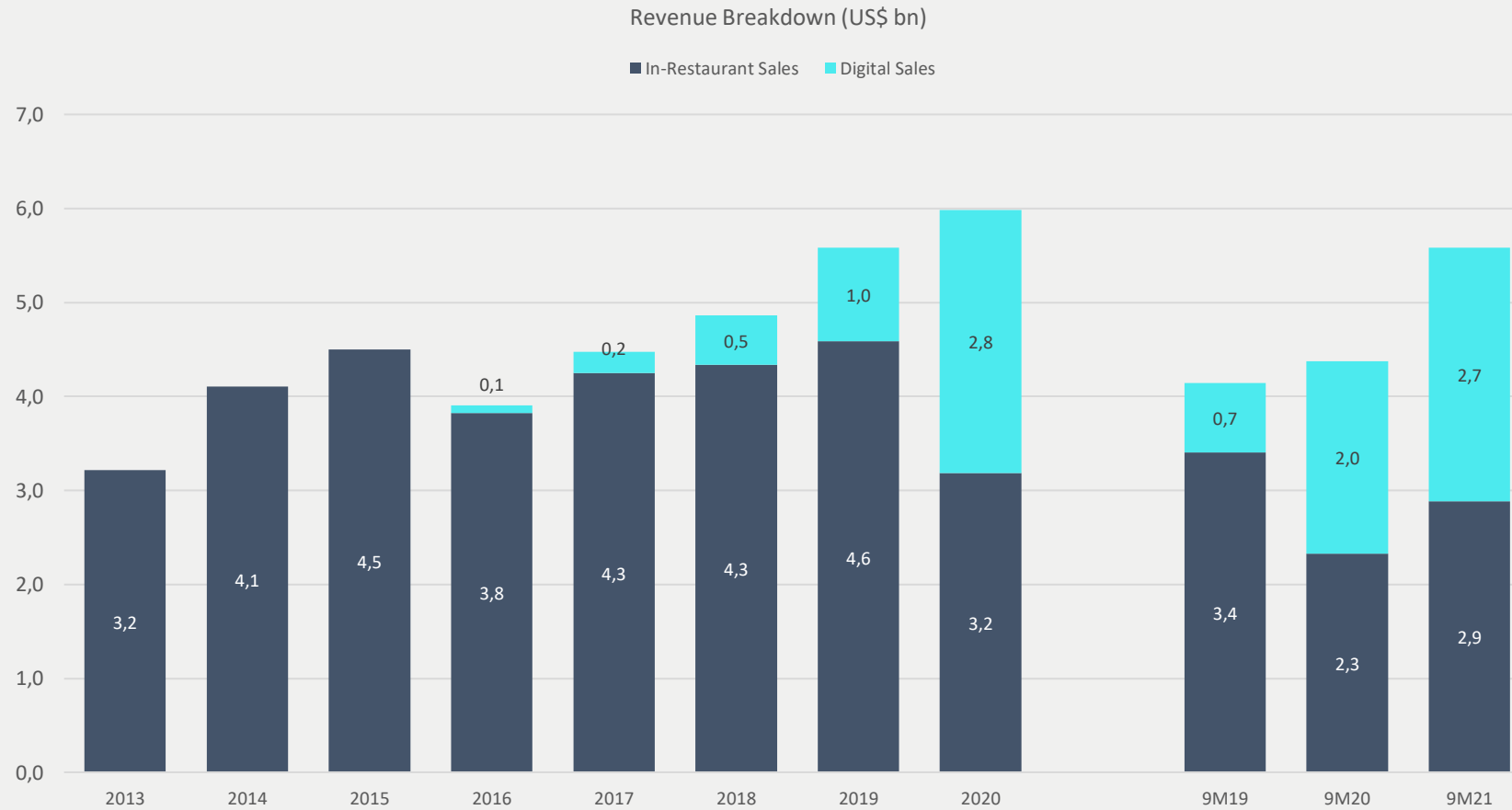
# Members Chipotle Loyalty Program



**EXHIBIT 72: The true inflection point for Chipotle comps arguably came with the introduction of a free delivery promotion**



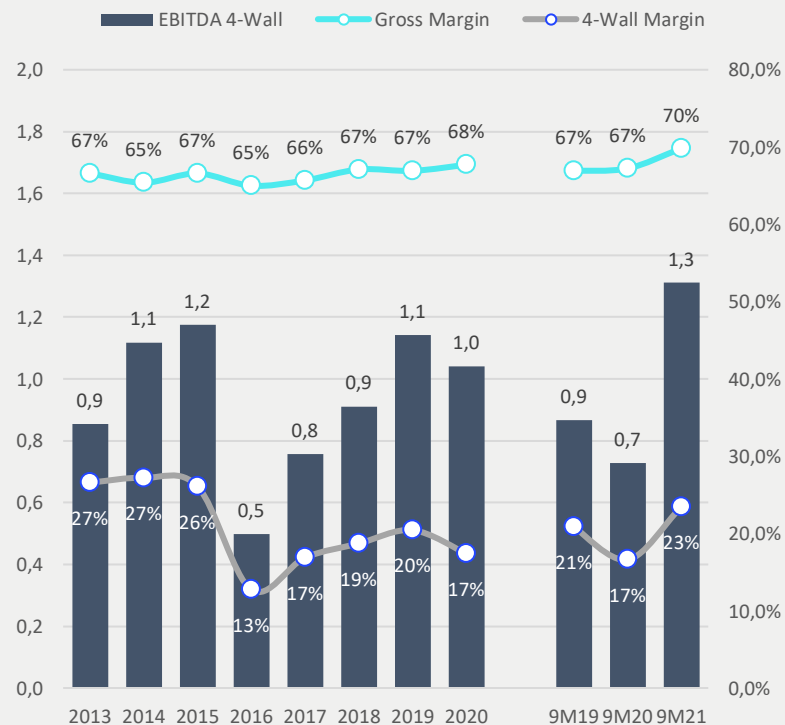




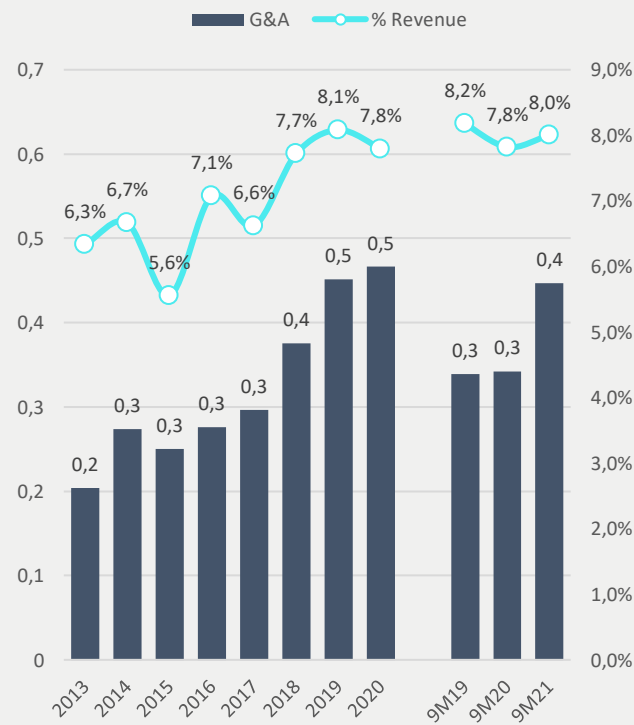


- Para isso, investiram pesado: **G&A mais que dobrou desde 2013.**
- Ainda assim, margem EBITDA catching up com histórico. *“Further room to growth”*

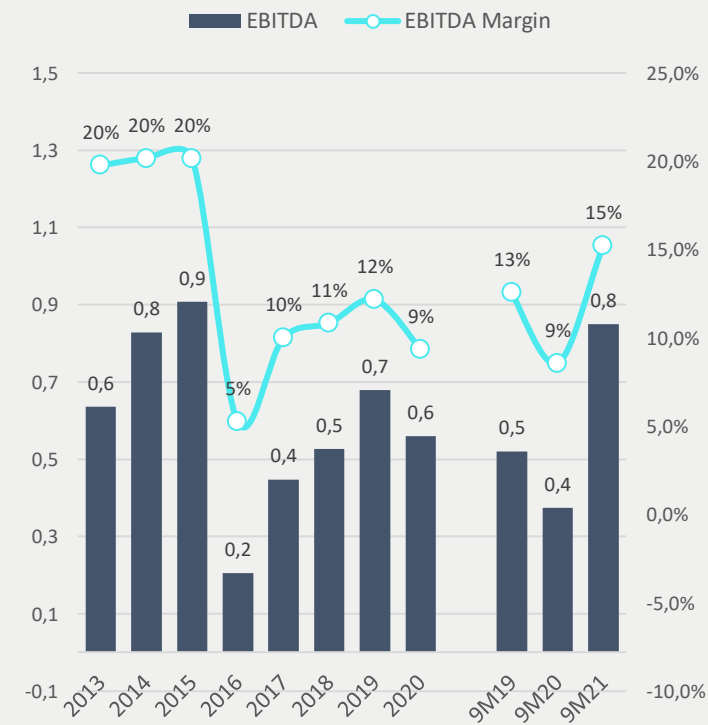
EBITDA 4-Wall (US\$bn), Gross & 4-Wall Margin



G&A (US\$bn) and a % of Revenue

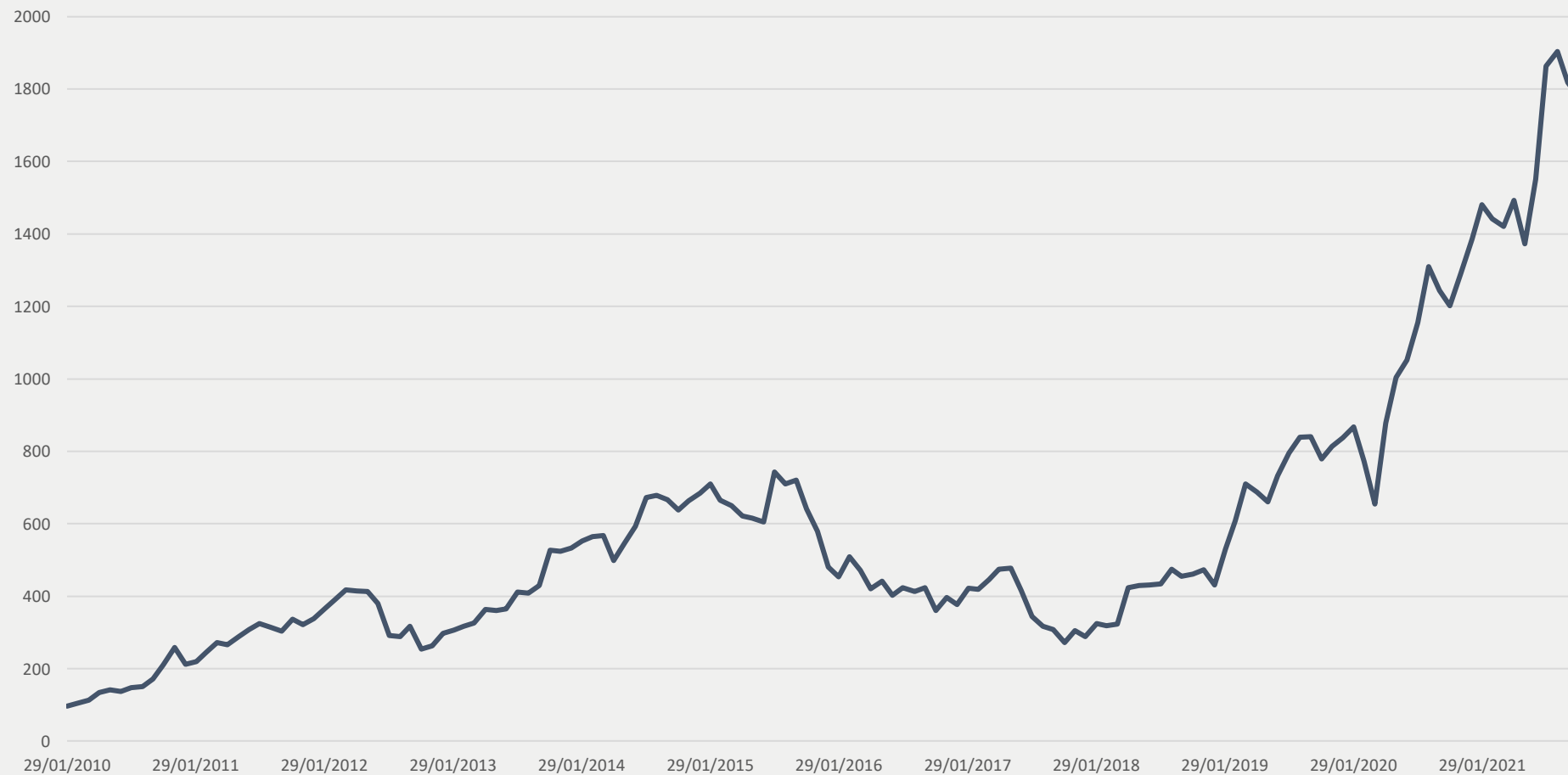


EBITDA (US\$ Bn)





CMG Stock





- Como é marca própria, economics é muito melhor e justifica maior múltiplo pago. Mas ainda assim, houve expansão de múltiplo relevante mediante estratégia bem sucedida da empresa.

